Beglaubigte Abschrift

Landgericht München I
Az.: 5HK O 16226/08

verkündet am 22.6.2022

In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht I Handelsrichter I und Handelsrichter I nach mündlicher Verhandlung vom 15.4.2010 und 10.11./11.11.2021 am 22.6.2022 folgenden

Beschluss:

I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 38,26 je Stückaktie der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG werden zurückgewiesen.

II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre geschuldeten Vergütung werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

Gründe:

A.

I.

1. Die Hauptversammlung der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG (im Folgenden auch: HypoVereinsbank oder: die Gesellschaft) vom 26./27.6.2007 fasste unter Tagesordnungspunkt 8 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre nach dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327 a ff. AktG gegen Gewährung einer Barabfindung von € 38,26 je Stückaktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen. Das Grundkapital der HypoVereinsbank betrug zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung € 2.407.151.016,-- und war in insgesamt 802.383.672 nennwertlose Stückaktien, davon 787.830.072 Stamm- und 14.553.660 Vorzugsaktien eingeteilt, wovon die Antragsgegnerin und die damals noch bestehende 100 %ige Tochtergesellschaft (im Folgenden auch: insgesamt 765.848.715 Aktien hielten. Der Gegenstand des Unternehmens liegt nach § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft (Anlage AG 1) entsprechend der damaligen Fassung im Betrieb der Geschäfte einer Kreditbank und einer Pfandbriefbank. Als Kreditbank war die Gesellschaft aufgrund von § 2 Abs. 2 ihrer Satzung berechtigt, alle Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 KWG mit Ausnahme des Investmentgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG zu betreiben. Als Pfandbriefbank war die Gesellschaft nach § 2 Abs. 3 ihrer Satzung berechtigt, alle durch das Pfandbriefgesetz und seine Nebengesetze zugelassenen Geschäfte zu betreiben. Die Antragsgegnerin veröffentlichte am 23.1.2007 eine Ad hoc-Mitteilung, wonach sie 95 % der Aktien der HypoVereinsbank besitze und einen Squeeze out auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung beabsichtige. Mit Schreiben vom 26.1.2007 verlangte die Antragsgegnerin von der Gesellschaft die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sich. Mit einem weiteren Schreiben vom 9.5.2007 konkretisierte die Antragsgegnerin den

Abfindungsbetrag auf € 38,26. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht am 23.1.2007 betrug der durchschnittliche gewichtete Börsenkurs € 33,88.

2. Bereits am 12.6.2005 hatten die HypoVereinsbank und die Antragsgegnerin ein Business Combination Agreement über die Zusammenführung der beiden Unternehmensgruppen abgeschlossen, das die grundlegenden Vereinbarungen und das wechselseitige Verständnis der Vertragsparteien im Zusammenhang mit dem Unternehmenszusammenschluss, der Transaktionsstruktur, der zukünftigen organisatorischen und gesellschaftsrechtlichen Struktur sämtlicher Unternehmen der beiden Unternehmensgruppen nach der Zusammenführung regelte. Der Zusammenschluss der Antragsgegnerin und der Gesellschaft erfolgte im Wege eines Umtauschangebotes, wonach die Antragsgegnerin den Aktionären der HypoVereinsbank ein Umtauschverhältnis von 5 zu 1 anbot. Am Ende der gesetzten Frist hatten 93,93 % der Aktionäre das Angebot der Antragsgegnerin angenommen.

   a. In Umsetzung dieser Vereinbarung schlossen die Antragsgegnerin und die HypoVereinsbank am 12.9.2006 einen Anteilskaufvertrag über die von der HypoVereinsbank bis zu diesem Zeitpunkt gehaltenen 113.989.900 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der in Wien ansässigen Bank Austria Creditanstalt AG; als Kaufpreis war ein Betrag von € 12.517.230.919,-- vereinbart worden. Vor dem Abschluss dieses Kaufvertrages hatte

   (im Folgenden auch:) eine gutachtliche Stellungnahme zu Ermittlung des Unternehmenswertes der Bank Austria Creditanstalt zum 25.10.2006 (Anlage AG 27) erstellt und dabei einen Wert von € 16.143 Mio. ermittelt, was einem Wert von € 109,81 je Aktie entsprach. Die Wirtschaftsprüfer von gelangten zu diesem Wert in Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S1, wobei sie eine die Jahre 2006 bis 2008 umfassende dreijährige Detailplanungsphase zugrunde legten, in der sie aus den Segmenten Privatkunden Österreich, Firmenkunden Österreich, Großkunden und Immobilien, CEE (also dem Osteuropa-Geschäft) sowie International Markets und Corporate Center das Ergebnis vor Steuern ermittelten. An diese

Detailplanungsphase schloss sich die Ewige Rente an. Auf der Grundlage eines angenommenen nachhaltigen Wachstums setzten die Bewertungsgutachter von eine notwendige nachhaltige Kernkapitalthesaurierung von € 64,6 Mio. an. Die so ermittelten künftigen finanziellen Überschüsse wurden dann auf den Stichtag abgezinst, wobei ein barwertäquivalenter Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern sowie ein mit Hilfe des (Tax-)CAPM abgeleiteter Risikozuschlag von 6,05 % nach Steuern angesetzt wurde, der auf einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einem über eine Peer Group ermittelten Beta-Faktor von 1,1 basierte. Zudem setzten die Wirtschaftsprüfer von eine Länderrisikoprämie von 0,14 % an. In der Ewigen Rente legten sie einen Wachstumsabschlag von 1 % zugrunde. Neben Beteiligungen mit einem Gesamtwert von € 757 Mio. wurde ein Sonderwert für die Veräußerung ihres Anteils an der polnischen Bank Przemysłowo-Handlowy Spolka Akcyjina (im Folgenden: BPH Polen) durch die Bank Austria Creditanstalt in Höhe von € 3,712 Mrd. angesetzt.

b. Im Zusammenhang mit der Übertragung des Osteuropa-Geschäfts verkaufte und übertrug die HypoVereinsbank die von ihr gehaltenen Stammaktien und ihre Optionen auf Stammaktien sowie sämtliche Rechte und Pflichten der Gesellschaft aus ergänzenden Vereinbarungen mit Minderheitsaktionären und Kreditgebern an der Closed Joint Stock Company International Moscow Bank (im Folgenden: International Moscow Bank) für einen Kaufpreis von € 984 Mio. an die Bank Austria Creditanstalt. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft hatte einen anteiligen Unternehmenswert zum 25.10.2006 in Höhe von € 964 Mio. ermittelt. Weiterhin verkaufte die Gesellschaft ebenfalls mit Vertrag vom 12.9.2006 die von ihr gehaltenen Stammaktien an der Joint Commercial Bank HVB Bank Ukraine, Kiew (im Folgenden: HVB Ukraine) zu einem Preis von rund € 83 Mio. an die Polska Kasa Opieki S.A., eine Tochtergesellschaft der Antragsgegnerin. An die Bank Austria Creditanstalt wurden die von der HypoVereinsbank gehaltenen 4.172.917 Namensaktien im Nennwert von je Lats (LVL) 10 an die HVB Bank Latvia veräußert, wobei der Kaufpreis rund € 75 Mio. betrug; er setzte sich zusammen aus dem von ermittelten Unternehmenswert in Höhe von € 35 Mio. und der Kapitalerhöhung vom 14.8.2006 mit einem Umfang

von umgerechnet rund € 40 Mio. zusammen. Weiterhin schlossen die HypoVereinsbank als Verkäuferin und die HVB Bank Latvia als Käuferin einen Unternehmenskaufvertrag über die Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten der HVB Niederlassung Vilnius zu einem Preis von rund € 10,670 Mio. entsprechend der Summe aus dem Preis für das Filialgeschäft von € 9 Mio. und dem Saldo der zu übertragenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zum 30.6.2006 in Höhe von € 1,67 Mio. zusammensetzte. Über die HVB Niederlassung Tallin schlossen die HVB Latvia als Käuferin und die HypoVereinsbank wiederum als Verkäuferin einen Kaufvertrag zu einem Kaufpreis von € 71,582 Mio., wobei sich dieser Kaufpreis aus der Summe des Preises für das Filialgeschäft in Höhe von € 1 Mio. und des Saldos der zu übertragenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten in Höhe von € 70,582 Mio. errechnete.

Auch vor Abschluss dieser Verträge hatte eine gutachtliche Stellungnahme zum Wert der im Rahmen der Einzeltransaktionen veräußerten Gegenstände zum Bewertungsstichtag 25.10.2006 erstattet. Dabei legten die Berechnungen der Wirtschaftsprüfer von jeweils einen über eine Zinsstrukturkurve ermittelten Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern und eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zugrunde. Zudem addierten sie zu dem sich als Produkt aus Marktrisikoprämie und Beta-Faktor ergebenden Risikozuschlag eine separate Länderrisikoprämie bei den osteuropäischen Banken hinzu. Bei der HVB Bank Ukraine setzten die Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 3 % an, während bei den anderen osteuropäischen Banken ein solcher von 2 % angesetzt wurde. Insgesamt wurden Zinssätze zwischen 8,82 % für die Niederlassungen in Vilnius und Tallin bis hin zu 11,63 % für die HVB Bank Ukraine angesetzt.

c. Mit Kaufvertrag vom 14.7.2006 hatte die HVB Asset Management Holding GmbH den von ihr gehaltenen 100 %-igen Anteil an der in Unterföhring ansässigen Activest Deutschland GmbH (im Folgenden: Activest Deutschland) zu einem Kaufpreis von € 146.426.000,-- an die Pioneer Global Asset Management S.p.A., Mailand – einer Konzerngesellschaft der Antragsgegnerin, deren Firmierung seit der Eintragung in das Handelsregister am 5.10.2006 Pioneer Investment Kapitalanlagegesellschaft mbH (im

Folgenden auch: Pioneer Deutschland) lautete – veräußert. Die Activest Investment Gesellschaft Luxemburg S.A. (im Folgenden auch: Activest Luxemburg), die zu 90 % von der HVB Asset Management Holding GmbH gehalten wurde, war mit Kaufvertrag, ebenfalls vom 14.7.2006 zu einem Kaufpreis von € 431.874.000 an die Pioneer Global Asset Management S.p.A. veräußert worden. Ebenfalls am 14.7.2006 kam es zum Abschluss eines Kaufvertrages, in dessen Vollzug die Activest Investment Gesellschaft Schweiz (im Folgenden auch: Activest Schweiz) an die Pioneer Global Asset Management S.p.A. zu einem Kaufpreis von € 21,7 Mio. veräußert wurde.

Die mittelbare Beteiligung der HypoVereinsbank an der Norddeutschen Investment-Gesellschaft mbH (im Folgenden auch: Nordinvest) wurde mit Kaufvertrag vom 30.1.2007 zu einem Kaufpreis von € 70.048.251,04 an die Pioneer Global Asset Management S.p.A. verkauft.

d. Das Investmentbanking-Geschäft der Antragsgegnerin war in der (im Folgenden auch:) gebündelt und bis 2007 in die Geschäftsbereiche Trading, Sales und Investmentbanking unterteilt. Im Zuge der Neuordnung der Antragsgegnerin sollten ihre Investmentbankingaktivitäten in die HypoVereinsbank integriert werden, weil diese zum gruppenweiten Kompetenzzentrum der -Gruppe für das Investmentbanking werden sollte. Die Integration erfolgte dabei im Wege einer am 30.3.2007 unter Ausnutzung genehmigten Kapitals beschlossenen Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage unter Ausschluss des Bezugsrechts. Für die von der HypoVereinsbank (neu) ausgegebenen und von der UBM übernommenen Aktien brachte diese im Gegenzug Vermögensgegenstände, Verbindlichkeiten, Rechte, Verpflichtungen, Verträge, Schuldversprechen, Waren, Befugnisse und Anwartschaften ein. Ebenso wurden alle anderen Positionen, die Rechte oder Pflichten beinhalteten und zur Ausübung der Investmentbanking-Tätigkeit der UBM organisatorisch, wirtschaftlich und finanziell strukturiert sind, in die HypoVereinsbank als Sacheinlage eingebracht und mit Wirkung zum 1.4.2007 auf diese übertragen. Am 3.4.2007 erfolgte die Eintragung dieser Kapitalerhöhung in das Handelsregister; das Grundkapital der HypoVereinsbank erhöhte sich durch die

Ausgabe von 51.684.532 Stammaktien im anteiligen Betrag in Höhe von € 3,-- pro Aktie von € 2.252.097.420,-- um € 155.053.596 auf € 2.407.151.016,--. Der Wertansatz des eingebrachten Investmentbanking-Geschäfts beruhte auf einer Bewertung durch die zum 2.4.2007 zu einem Wertansatz von € 2.025 Mio. gelangte. Die Ermittlung des Ausgabekurses der jungen Aktien erfolgte dabei auf Basis des volumengewichteten durchschnittlichen XETRA-Börsenkurses im Zeitraum von fünf Handelstagen vor dem Beschluss der Kapitalerhöhung. Angesichts der Gewinnbeteiligung ab dem 1.1.2007 wurde die für das Geschäftsjahr 2006 angekündigte Dividende von € 0,40 subtrahiert, weshalb der Ausgabekurs im Rahmen der Kapitalerhöhung auf € 39,18 festgesetzt wurde.

3. a. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 26./27.6.2007 erstatte

(im Folgenden:) unter dem 3.5.2007 eine gutachterliche Stellungnahme zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG zum 27.6.2007 (Anlage AG 3). Die Wirtschaftsprüfer von ermittelten dabei in Anwendung der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag 27.6.2007 in Höhe von € 30,699 Mrd., woraus sie bei 802.383.672 Stückaktien einen rechnerischen Wert von € 38,26 pro Aktie ableiteten. Dabei gingen die Bewertungsgutachter von einer die Jahre 2007 bis 2009 umfassenden Detailplanungsphase aus, in deren Verlauf das geplante operative Ergebnis von € 6.203 Mio. im Jahr 2007 auf € 7.006 Mio. im Jahr 2009 oder um durchschnittlich 6,3 % steigen sollte, während die Verwaltungsaufwendungen im selben Zeitraum um durchschnittlich 3 % p.a. von € 3.746 Mio. im Jahr 2007 auf € 3.033 Mio. im Geschäftsjahr 2009 steigen sollten. Unter Berücksichtigung der Zuführungen zu Rückstellungen, der Kreditrisikovorsorge und des Finanzanlageergebnisses in allen Jahren der Phase I sowie ausschließlich im Jahr 2007 von Aufwendungen für Restrukturierungen in Höhe von € 1 Mio. errechnete sich ein Ergebnis vor Steuern von € 1.536 Mio. im Jahr 2007, von € 1.696 Mio. im Jahr 2008 und von € 2.070 Mio. im Jahr 2009. An die Detailplanungsphase schloss sich die

Ewige Rente an, in der von einem nachhaltigen Ergebnis vor Steuern von € 2.194 Mio. ausgegangen wurde. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse gingen die Bewertungsgutachter von von einem auf der Basis der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern und unter Beachtung einer typisierten Einkommenssteuerbelastung von 35 % von 2,76 % nach Steuern aus. Den Risikozuschlag ermittelten sie mit Hilfe des (Tax-)CAPM, wobei sie eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen über eine Peer Group hergeleiteten Beta-Faktor von 1,1 zugrunde legten. Für die Ewige Rente ging das Bewertungsgutachten von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus. Daraus ergab sich ein Ertragswert von € 28.161 Mio.

Als Sonderwerte setzten die Wirtschaftsprüfer von die Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften – ERGO Versicherungsgruppe AG, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft (im Folgenden auch: Münchener Rück), Wüstenrot & Württembergische AG, AGROB AG und Köhler & Krenzer Fashion AG – mit € 1.380 Mio. und Beteiligungen an nicht börsennotierten Gesellschaften in einem Wert von € 240 Mio. an, wobei sie dann von dem Gesamtwert von € 1.620 Mio. zuzurechnende Schulden von € 1.169 Mio. abzogen, woraus sich ein Wert von € 451 Mio. errechnete. Angesichts eines Zeitraums von drei Jahren für den Abbau des Portfolios wurde nach einer Abzinsung für die Beteiligungen ein Sonderwert von € 409 Mio. angesetzt. Für nicht strategische Immobilien der HypoVereinsbank nahmen die Bewertungsgutachter einen Sonderwert von € 63 Mio. an. Hinsichtlich des Investmentbanking-Geschäfts der UBM übernahmen die Bewertungsgutachter den Stand alone-Wert von € 2.025 Mio. vom 2.4.2007 und zinsten ihn auf den Stichtag der Hauptversammlung auf, weshalb er mit € 2.066 Mio. in die Bewertung der HypoVereinsbank einfloss.

Bei der HypoVereinsbank bestand aufgrund des Vollzugs der Transaktionen über das Osteuropa-Geschäft einschließlich der Bank Austria Creditanstalt zum Bewertungsstichtag ein hoher Betrag an freiem Kernkapital, der bis zum Bewertungsstichtag mit dem Kapitalisierungszinssatz aufgezinst wurde. Weiterhin enthielt das überschüssige Kapital zum Bewertungsstichtag auch die noch nicht thesaurierten Gewinne aus der Veräußerung von

Beteiligungen, die im Jahr 2007 getätigt wurden. Aufgrund der unterstellten Ausschüttung dieses Kernkapitals musste der Zinsüberschuss im Planungszeitraum angepasst werden, weil angesichts der Ausschüttung in den Folgejahren die Erträge aus der Anlage dieser Beträge entfielen.

b. Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 5.2.2007, Az. 5 HK O 1991/07 zur Abfindungsprüferin bestellte (im Folgenden:) gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 14.5.2007 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der HypoVereinsbank in Höhe von € 38,26 je Stückaktie sei angemessen.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von sowie des Prüfungsberichts von wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 3 und AG 4 Bezug genommen.

4. Die Antragsteller waren – mit Ausnahme der Antragstellerin zu 193) – im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Gesellschaft.

II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 17.12.2008 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.

1. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere bereits aus den zum Nachteil der Minderheitsaktionäre unplausiblen und daher korrekturbedürftigen Planannahmen bei der HypoVereinsbank.

a. Dies zeige sich bereits an der mangelnden Zuständigkeit des Vorstands der HypoVereinsbank für eine zutreffende Planung der Geschäftsbereiche der Gesellschaft und dem Fehlen einer integrierten Planungsrechnung mit Plan-Ergebnis, Planbilanz und Plan-Cash-Flow-Rechnung. Auch müsse angesichts der Sonderportfolien RER und SCP die Dauer der Detailplanungsphase hinterfragt werden. Ein Vergleich mit den Ist-Zahlen der Jahre 2007 und auch 2008 zeige die Fehlerhaftigkeit der Planannahmen. Zudem sei die Vergangenheitsanalyse nicht repräsentativ angesichts der Einbeziehung des Osteuropa-Geschäfts und dessen Veräußerung im Geschäftsjahr 2008; auch erfasse sie einen zu kurzen Zeitraum. Weiterhin hätten die Ist- Zahlen unter Berücksichtigung des UMB-Geschäfts neu berechnet werden müssen.

b. Unklar bleibe, inwieweit die Planung des Zinsergebnisses auch Zinsen der Bank Austria Creditanstalt enthalte. Die mangelnde Plausibilität zeige sich auch an dem Problem fehlender Planungstreue in der Vergangenheit und Abweichungen bei den Plan-Ist-Zahlen. Das Vorhandensein stabiler Nettomargen in der Entwicklung vom zweiten zum dritten Quartal 2008 bei steigenden Kreditvolumina belege die Unangemessenheit der Planung.

c. Erheblicher Korrekturbedarf bestehe namentlich bei dem nicht sachgerechten Ansatz zu den Verwaltungsaufwendungen. Das im November 2004 eingeführte Effizienzsteigerungsprogramm PRO mit der Realisierung eines jährlichen Kostensenkungspotentials von mindestens € 280 Mio. jährlich und einem Erreichen von 100 % im Jahr 2007 müsse ein deutlich höheres Ergebnis vor Steuern in den Folgejahren nach dem Absinken noch im Jahr 2007 nach sich ziehen. Ein Abbau von 1.942 Vollzeitstellen gegenüber 2.200 bis 2.400 müsse als signifikante Abweichung von den ursprünglichen Planannahmen eingestuft werden. Auch sei der wesentliche Teil der von Abbaumaßnahmen betroffenen Mitarbeitern schon bis Ende 2006 ausgeschieden; zumindest aber seien bereits entsprechende vertragliche Regelungen geschlossen worden. Die Auswirkungen dieses Programms PRO müsse man auch in den Planungen für 2007 und 2008 berücksichtigen, zumal dies in Einklang mit den Vorgaben der Antragsgegnerin und positiven

Marktaussichten zum Bewertungsstichtag stehe. Ein stetiger Anstieg der Verwaltungsaufwendungen stehe in Widerspruch zu der tatsächlichen Entwicklung, weshalb eine leicht fallende Tendenz der Verwaltungsaufwendungen angesetzt werden müsse. Die fehlende Vertretbarkeit steigender Verwaltungsaufwendungen ergebe sich aus dem Abbau von 1.800 Stellen aus den beiden Effizienzsteigerungsprogrammen PRO und Delivery on Restructuring mit einem weiteren Abbau von 2.100 bzw. 2.500 Stellen und einer damit verbundenen Reduzierung der Personalaufwendungen um € 640 Mio. bzw. € 520 Mio.. Auch könne angesichts der Segmentberichterstattung für das Geschäftsjahr 2007 mit einer leichten Erhöhung des Personalaufwands in der Division Privat- und Geschäftskunden bei einer nahezu konstanten Entwicklung in der Division Markets & Investment Banking der Rückgang der tatsächlichen Personalkosten in 2007 gegenüber 2006 nicht aus rückläufigen Vergütungen in der Division Privat- und Geschäftskunden herstammen. Zudem belege der Geschäftsbericht des Jahres 2009, dass das Programm Delivery on Restructuring schon vor der Finanzkrise beschlossen und Personalabbaumaßnahmen aufgrund dieses Programms bereits seit Ende 2007 durchgeführt worden seien. Auch ergebe sich aus der Tatsache, dass die Stellenabbauprogramme schon vor der Finanzkrise mit dem Ziel der Eindämmung indirekter Kosten aufgesetzt gewesen seien und die Ist-Erträge im Jahr 2009 nahezu auf dem Planniveau des Vorjahres bei deutlich niedrigerem Verwaltungsaufwendungen lägen, eine fehlerhafte Überhöhung der Planung in diesem Bereich.

Fehlerhaft erfolgt sei die Abschreibung des Werts der Beteiligung der Gesellschaft an der Financial Markts Services Bank GmbH auf € 0,--; dadurch gehe Ertragspotential verloren.

d. Den Ansätzen zur Kreditrisikovorsorge lägen deutlich überhöhte Planzahlen zugrunde. Angesichts einiger Ist-Zahlen ergebe sich ein Bild, das zu einer deutlichen Verminderung der Kreditrisikovorsorge im Vergleich zum Wert in 2006 führe, aber einer Fortschreibung auf dem fast doppelten Niveau des tatsächlich im Geschäftsjahr 2007 angefallenen Aufwands entgegenstehe. Der sprunghafte Anstieg der risikogewichteten Aktiva stehe auch in Widerspruch zur öffentlichen Kommunikation der HypoVereinsbank, weil dies die

im Jahr 2006 gegenüber 2005 vorgenommene deutliche Reduktion der risikogewichteten Aktiva von € 159,6 Mio. auf € 144,9 Mio. ausblende und in Widerspruch zu den Strategievorhaben der Antragsgegnerin als Konzernmutter im Sinne einer nachhaltigen Verbesserung von Risikoprofil und Kapitalrelation bei der HypoVereinsbank stehe. Die mangelnde Plausibilität zeige sich auch an den Ist-Zahlen der risikogewichteten Aktiva von € 139 Mrd.. Angesichts des geplanten Ausbaus der Aktivvolumina müsse die erhebliche Entlastung der risikogewichteten Aktiva in der Division Sonstige/Konsolidierung sowie im Special Credit-Portfolio beachtet werden; auch hätten weitere Entlastungen aus dem Eingehen neuer (synthetischer) Verbriefungen von Kreditforderungen in die Planung einfließen müssen. Die Planung der risikogewichteten Aktiva dürfe nicht auf eine Vorgabe eines Wachstums von 3 % p.a. für die HypoVereinsbank (alt) einschließlich der Bank Austria Creditanstalt und des Osteuropa-Geschäfts abstellen, nachdem für die HypoVereinsbank (neu) ohne die aufgebebenen Geschäftsbereiche eine durchschnittliche Reduktion der risikogewichteten Aktiva von 1 % p.a. bis 2008 geplant gewesen sei. Ebenso sei eine jährliche Kreditrisikovorsorge im Umfang von rund € 900 Mio. langfristig nicht plausibel, bei einer Planabschreibung und Wertberichtigungen von rund € 330 Mio.

e. Mangelnde Plausibilität müsse auch bei den Planansätzen zur Kapitalausstattung wie auch zur Thesaurierung angenommen werden.

(1) Bei der Kernkapitalquote wäre eine Quote von 4 % ausreichend; der Ansatz von 6,8 % sei ebenso wie das Erreichen eines Ratings von AA- bzw. Aa3 nicht erforderlich. Auch hätte das avisierte Rating durch den Einsatz des Hybridkapitals erreicht werden können. Die Entlastung der Kapitalanforderungen um 3 % aufgrund neuer Solvabilitätsregelungen aus Basel II stelle sich als inkonsistent dar. Vielmehr hätte eine Reduzierung der Kapitalanforderungen um 5,2 % einfließen müssen, weil es sich bei dem Planansatz für den Entlastungseffekt gerade nicht um einen mittleren Erwartungswert handele. Auch vernachlässige die Planung – auch insgesamt – die konzerninterne Vorgabe der Ratingverbesserung.

(2) Bei der Thesaurierung seien die Angaben zur aufsichtsrechtlichen Thesaurierung nicht nachvollziehbar, weil das angenommene Wachstum der Erträge nicht ausreiche, um das Ertragsniveau zu Beginn der Ewigen Rente auf Dauer geldwertstabil zu halten. Die in Phase I angesetzten Werte von € 96 Mio. im Jahr 2007 und € 374 Mio. im Jahr 2008 bei unterbleibender Thesaurierung im Jahr 2009 seien nicht erforderlich zur Erreichung der vorgeschriebenen Kernkapitalquote von 4 %. Es bedeute einen Fehler bei der Ermittlung des Ertragswerts, wenn der werterhöhende Effekt dadurch abgebildet werde, dass in Höhe der Thesaurierung eine steuerfreie Ausschüttung in Form einer Kapitalherabsetzung oder eines Aktienrückkaufs unterstellt werde. Die hälftige Ausschüttungsquote sei zu hoch und benachteilige die Aktionäre. Der Ansatz einer 100 %-igen Ausschüttungsquote im Planjahr 2009 könne angesichts der gravierenden Abweichung vom bisherigen Ausschüttungsverhalten und der damit verbundenen Förderung der unter akutem Kapitalmangel leidenden Antragsgegnerin als Hauptaktionärin nicht als plausibel eingestuft werden, weil dies auch nicht dem Interesse einer besseren Bonität der Gesellschaft diene. Dies gelte auch für die hohen Ausschüttungsquoten der beiden ersten Planjahre. Die Thesaurierungsquote übersehe die faktische Beherrschung der Gesellschaft sowie das Ziel der Antragsgegnerin, eine volle Integration und die Abschöpfung des höchstmöglichen Cash-Flows zu erreichen.

f. Bei den Ansätzen im Terminal Value müsse es gleichfalls zu Anpassungen zugunsten der Minderheitsaktionäre kommen.

(1) Vor Beginn der Ewigen Rente hätte angesichts der noch nicht abgeschlossenen Restrukturierung zwingend eine Konvergenzphase eingeschoben werden müssen. Zudem scheitere die Annahme des Vorliegens eines eingeschwungenen Zustands an der nicht erfolgten Planung des übernommenen Investmentbanking-Geschäfts von der UBM, das vom Bewertungsgutachten nur mit Blick auf Synergien geschätzt worden sei. Auch könne ein eingeschwungener Zustand nicht erreicht sein, wenn die unternehmensspezifischen

Beschaffungskosten in der Folge nicht mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate im Sinne einer konstanten Rate steigen würden.

(2) Bei der Ermittlung der Einnahmen hätten die durchschnittlichen Steigerungsraten der zinsunabhängigen Erträge in der Division Privat- und Geschäftskunden in den Jahren 2007 bis 2009 auch nachhaltig in der Ewigen Rente angesetzt werden müssen. Ebenso wenig könne die Reduzierung der Erträge im Private Equity-Geschäft in der Nachhaltigkeit um € 20 Mio. als sachgerecht eingestuft werden. Die Annahme jeglichen Endes des Wachstums könne nicht stimmen, weil es nicht sachgerecht sei, wenn das effektive Wachstum der operativen Erträge vor Steuern von einer Planrate von 22, 1 % auf nurmehr 6 % im Jahr 2009 beim Übergang in den Terminal Value zurückgehe und ein Anteil von 53,1 % des operativen Planergebnisses in der Ewigen Rente allein von der Division Markets & Investment Banking stamme, ohne dass darin zusätzliche Erträge aus dem als Sacheinlage übernommenen Investmentbanking der UBM enthalten seien. Die Auswirkungen der Restrukturierungen hätten sich in der Ewigen Rente bei der HypoVereinsbank in gleicher Weise wie bei der Bank Austria Creditanstalt mit einem Anstieg des Wachstums der Betriebserträge vor Steuern positiver auswirken müssen. Die Notwendigkeit der Annahme einer Ergebnissteigerung im Terminal Value zeige sich auch an den Zielgrößen für das Verhältnis der Erträge zu den risikogewichteten Aktiva mit einer Erhöhung von 3,6 % im Jahr 2005 auf 4,9 % im Jahr 2008 sowie aus den im Geschäftsbericht 2006 konkretisierten Maßnahmen zur Steigerung der zinsunabhängigen Erträge. Die nachhaltige Rendite müsse für die HypoVereinsbank entsprechend den An- und Vorgaben der Antragsgegnerin für den Kapitalmarkt und in Einklang mit den Werten der Peer Group-Banken auf 17 % erhöht werden. Angesichts der zum Stichtag bereits erfolgten Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt und eines gleichbleibenden Kostenniveaus bei steigenden Erträgen müsse man eine niedrigere Cost-Income-Ratio erwarten. Die nachhaltige Eigenkapitalrendite hätte mit mindestens 14,4 % angesetzt werden müssen, wobei zur Überprüfung auch

unterschiedliche Rechnungslegungsstandards hätten beachtet werden müssen.

(3) Der Ansatz von € 85 Mio. als aufsichtsrechtliche Thesaurierung im Terminal Value stelle sich als zu hoch dar, um die nach dem Kreditwesengesetz erforderliche Kernkapitalquote von 4 % auch in Phase II einzuhalten. Durch fortgesetzte Bildung anderer Gewinnrücklagen könne das Eigenkapital auch ohne Thesaurierung nachhaltig jedes Jahr um € 85 Mio. wachsen, zumal auch Hybridkapital zur Stärkung der Eigenkapitalquote herangezogen werden könne. Für das originäre Wachstum müsse keine eigene Thesaurierung vorgenommen werden, nachdem das bilanzielle Eigenkapital und damit die Solvenzkennziffer aufgrund der Wertbeitragsthesaurierung wachsen würden. Einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 50 % fehle mit Blick auf deutlich niedrigere Ausschüttungsquoten in der Vergangenheit die Plausibilität. In Bezug auf die Ausschüttungsquote müsse im Terminal Value der Vergangenheitswert anstelle nicht zu bewertender Vergleichsunternehmen herangezogen werden; dies führe zu einer Herabsetzung der Ausschüttungsquote der HypoVereinsbank entsprechend den Werten der Vergangenheit auf 33,6 %. Auch müsse die Ausschüttungsquote mit Blick auf die Steuerfreiheit thesaurierter Überschüsse und die Eigenkapitalausschüttung gesenkt werden.

g. Nicht erklärbar sei, warum angesichts der Höhe des steuerlichen Einlagenkontos der HypoVereinsbank ein Betrag von € 800 Mio. auf Seiten der Anteilseigner steuerpflichtig sei. Auch wäre der Ansatz des Zuflusses freien Kernkapitals als thesaurierungsbedingter Kursgewinn zweckadäquater, weil es eine sachgerechte Prämisse sei, dass die Gesellschaft das freie Kernkapital thesauriere bzw. mit der Anlage dieses Kapitals ihre Eigenkapitalkosten verdiene und somit steuerfreie Kursgewinne generiere. Der Betrag aufgrund der Einbringung der UBM mit der dadurch bedingten Erhöhung des steuerfreien Einlagenkontos hätte fiktiv steuerfrei spätestens zum 1.1.2008 ausgeschüttet werden müssen und mittels des Konzepts der Kapitalwertneutralität den Aktionären zum Stichtag zugeschrieben werden

können. Der Ansatz der Fiktion einer Sonderausschüttung aus dem steuerlichen Einlagenkonto übersehe, dass das Geld, das Betriebsmittel der Bank zum Ausbau ihres Geschäfts sei.

2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.

   a. Dies gilt zunächst für den mit 4,25 % vor Steuern angesetzten Basiszinssatz, weil stattdessen auf die zum Stichtag aktuellen Zinssätze von zehn- bzw. 30-jährigen Anlagen der öffentlichen Hand abgestellt werden müsse. Das Abstellen auf einen Durchschnittszinssatz für die Monate Februar bis April 2007 verstoße gegen das Stichtagsprinzip. Zudem sei fehlerhaft auf Vergangenheitszinsen abgestellt worden. Eine Rundung dürfe nicht vorgenommen werden.

   b. Der Risikozuschlag von 6,05 % nach Steuern müsse reduziert werden, sofern ein solcher angesichts der damit verbundenen Doppelberücksichtigung von Risiken überhaupt angesetzt werden dürfe, was sich insbesondere aus der Berücksichtigung der Risikovorsorge bei der Planung ergäbe. Eine Überrendite von 5,5 % nach Steuern gegenüber festverzinslichen Wertpapieren lasse sich nicht rechtfertigen. Namentlich die Ermittlung der Marktrisikoprämie mit Hilfe des (Tax-)CAPM könne nicht gerechtfertigt werden, weil diese Methode der Schätzwertmethode nicht überlegen, vielmehr intransparent sei und erhebliche Spielräume eröffne. Auch müsse der Risikozuschlag wegen der Aufgabe des Geschäftsbereichs des Osteuropa-Geschäfts einschließlich der Bank Austria Creditanstalt und des Asset Managements niedriger ausfallen. Der Ansatz des arithmetischen Mittels stelle sich zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht als sachgerecht dar; vielmehr müsse das geometrische Mittel herangezogen werden. Sofern die Berücksichtigung von persönlichen Steuern überhaupt zulässig sei, müsse man auch An- und Verkaufsspesen sowie sonstige Kosten, wie beispielsweise für Depots in die Marktrisikoprämie einfließen lassen.

Der Beta-Faktor hätte zwingend in Höhe des aussagekräftigen unternehmenseigenen Beta-Faktor der HypoVereinsbank angesetzt werden müssen. Jedenfalls aber sei die herangezogene Peer Group unzutreffend zusammengesetzt.

c. Zwingend erhöht werden müsse der Wachstumsabschlag zur Vermeidung eines realen Schrumpfens der HypoVereinsbank angesichts einer erwarteten höheren Inflationsrate sowie in Relation zum Gesamtwachstum der Volkswirtschaft in Deutschland mit Blick auf die regulatorischen Vorgaben aus dem Basel II-Übereinkommen. Aufgrund der unterstellten Ausschüttungsquote müsse der Wachstumsabschlag ebenfalls höher ausfallen. Auch werde dadurch eine dauerhafte Ertragsschwäche zementiert, zumal das durchschnittliche Gewinnwachstum von Großbanken im Zeitraum zwischen 1992 und 2006 11,6 % betragen habe. Auch bestehe eine Wechselwirkung zwischen Marktrisikoprämie und Wachstumsabschlag, weshalb eine hohe Marktrisikoprämie auch einen höheren Wachstumsabschlag rechtfertige.

3. Angesichts des fehlerhaften Ansatzes bei den Sonderwerten müsse es zu einer Erhöhung der Barabfindung kommen.

a. Bezüglich der nicht börsennotierten Beteiligungen hätte jeweils eine eigenständige Unternehmensbewertung erfolgen müssen. Weiterhin fehle ein Ansatz der an der Tivoli-Grundstücks-Aktiengesellschaft gehaltenen Aktien als Sonderwert, die mit € 3.500, -- je Aktie gehandelt worden seien. Bei den börsennotierten Aktien hätte der Stichtagskurs zum 27.6.2007, jedenfalls aber ein zum Bewertungsstichtag berechneter Drei-Monats-Durchschnittskurs herangezogen werden müssen. Kein Abzug dürfe in Bezug auf die den nicht strategischen Beteiligungen zuzurechnenden Schulden erfolgen. Ebenso hätten die Hypo-Kultur-Stiftung, die B & C Privatstiftung sowie die Kunstsammlung der Gesellschaft als Sonderwert in die Bewertung einfließen müssen.

b. In Bezug auf den Wertansatz für das Investmentbanking-Geschäft der UBM müsse bei der Einbringung von einem überhöhten Preis ausgegangen werden; tatsächlich sei es weniger wert gewesen als die bei der Sachkapitalerhöhung angenommenen € 2.025 Mio.. Auch hätte ein höherer Wert je Aktie der HypoVereinsbank angenommen werden müssen, und somit hätten weniger Aktien ausgegeben werden dürfen. Für die Bewertung der UBM hätte ein italienischer Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden müssen. Zudem müsse konzernweit ein einheitlicher Beta-Faktor von 1,1 gelten. Der für das nachhaltige Wachstum bei der Bewertung des Investmentbanking der UBM angesetzte Wachstumsfaktor von 1 % müsse erhöht werden.

c. Ein erheblicher Teil des Eigenkapitals und der Kapitalrücklage hätte als freies Kapital qualifiziert und diesbezüglich zugunsten der Aktionäre eine fiktive steuerfreie Kapitalrückführung angesetzt werden müssen. Auch müsse ein Teil der vorhandenen Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft und folglich gesondert ausgewiesen werden.

d. Der Wert der Marke „HypoVereinsbank" hätte als Sonderwert angesetzt werden müssen.

4. Die Bewertung der Gesellschaft lasse fehlerhaft einen gegen die Antragsgegnerin bestehenden Anspruch auf Nachteilsausgleich oder auf Einlagenrückgewähr außer Betracht angesichts der zu niedrig angesetzten Kaufpreise für die Bank Austria Creditanstalt, die International Moscow Bank, die HVB Bank Ukraine sowie die drei baltischen Banken.

a. Dies gelte zunächst für den Kaufpreis der Anteile an der Bank Austria Creditanstalt in einem Umfang von rund € 12,5 Mrd..

(1) Die Planung könne nicht als plausibel eingestuft werden. Bei der Bank Austria Creditanstalt seien ohne nachvollziehbaren Grund Plananpassungen vorgenommenen worden; die im Rahmen der Prognoserechnung zugrunde gelegten Zahlen seien bereits veraltet gewesen.

Angesichts eines im Geschäftsjahr 2006 realisierten Ergebnisses nach Steuern und Minderheitsanteilen von € 3.022 Mio. bei einem Planansatz von € 1.744 Mio. müsse die Planung als zu pessimistisch angesehen werden. Die zeige sich auch an dem im Planjahr 2006 angesetzten Betriebsergebnis nach Kreditrisiken, das weder in den folgenden Jahren der Detailplanungsphase noch beim Einstieg in die Ewige Rente erreicht werden solle. Auch in der Vergangenheit seien die Jahresüberschüsse mit 55,77 % und 42,1 % deutlich stärker gewachsen als im Jahr 2008 mit 23,46 % nach einem Rückgang im Jahr 2007 von 37,8 % im Vergleich zum Vorjahr. Die fehlende Plausibilität der Planung resultiere weiterhin aus einer unzutreffenden Korrektur der Kreditrisiken zu Lasten des Wertes. Die mangelnde Plausibilität beruhe auf den Planungen aus der Zinsüberschussermittlung hinsichtlich der Segmente Privatkunden Österreich und Firmenkunden Österreich und der Annahme des Einbruchs der Bestandsmargen ab dem Jahr 2009 sowie dem Einbruch der Erträge im Bereich Multinational Corporates & ACPM im Jahr 2007.

In der Ewigen Rente seien trotz guter Ertragsaussichten niedrigere Werte angesetzt worden als in der Planung des Jahres 2008 vorgesehen; vielmehr hätte das positive Ergebnis im Terminal Value fortgeschrieben werden müssen und nicht nur ein Ansteigen der nachhaltigen operativen Erträge um 1,7 % bei gleichzeitiger Prognose eines Anstiegs der Unternehmensteuern um 47 %. Die Reduzierung der Rentabilitätserwartungen müsse als unvertretbar bezeichnet werden, wenn es zur Reduzierung der Nettozinserträge im Jahr 2010 ff. auf 3 % der Risikoaktiva und einer Erhöhung der Cost-Income-Ratio von 50,5 % auf 53,6 % komme.

Die Ausschüttungsquote von 50 % in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente sei fehlerhaft angesetzt. Es hätte von einer Vollausschüttung ausgegangen werden müssen. Zumindest fraglich sei der mit regulatorischen Anforderungen begründete Ansatz einer Thesaurierung in Höhe von € 64,6 Mio. in der Ewigen Rente; die

Annahme einer Thesaurierungsquote stehe im Widerspruch zum Gedanken eines konstanten Kernkapitals der Bank in Phase II.

Die Unangemessenheit des Kaufpreises zeige sich auch daran, dass dieser allenfalls das 2,35-fache des buchmäßigen Eigenkapitals betrage.

(2) Beim Kapitalisierungszinssatz sei der Basiszinssatz mit 4,5 % vor Steuern überhöht angesetzt. Der mit 6,05 % angesetzte Risikozuschlag müsse gleichfalls herabgesetzt werden, wobei beim Beta-Faktor das originäre Beta der Bank Austria Creditanstalt anzusetzen gewesen wäre. Jedenfalls aber sei die Peer Group fehlerhaft gebildet, weil die Bank Austria Creditanstalt in allen vertretenen Ländern im Gegensatz zu den Vergleichsunternehmen Branchenführerin sei. Das Risiko dieser Bank reduziere sich durch ihr hohes Kernkapital zum 31.12.2006. Eine Länderrisikoprämie dürfe keinesfalls angesetzt werden. Auch hätte berücksichtigt werden müssen, dass der Verkauf einer in Deutschland oder einem Mitgliedstaat der Europäischen Union ansässigen Kapitalgesellschaft bei Anwendung des CAPM weitgehend steuerfrei sei. Angesichts der außerordentlich guten Wachstumsaussichten in den osteuropäischen Märkten müsse der mit 1 % zu niedrig angesetzte Wachstumsabschlag erhöht werden, zumal in Österreich wie auch in den zentral- und osteuropäischen Staaten höhere Inflationsraten zu erwarten seien.

(3) Der Sonderwert der BPH Polen sei angesichts ihrer Marktkapitalisierung und der bei anderen Transaktionen gezahlten Preise zu niedrig angesetzt. Überschüssige Liquidität aus der Übertragung der BPH Polen hätte als Sonderwert in die Bewertung einfließen müssen. Einige der Beteiligungen im Immobilienbereich hätten angesichts der dortigen stillen Reserven höher bewertet werden müssen. Bei einem Buchwert von € 102,9 Mio. hätte die nicht konsolidierte Beteiligung an der Bank Austria Creditanstalt Betriebsobjekte AG höher als mit € 15,9 Mio. in die Bewertung einfließen müssen. Die von der Bank Austria

Creditanstalt gezeichneten Genussrechte an den österreichischen Gesellschaften Immobilien Holding GmbH und B & C Holding GmbH – die sogenannten Stiftungen – hätten mit einem Sonderwert angesetzt werden müssen.

(4) Beim Verkauf der Bank Austria Creditanstalt hätte zwingend eine Kontrollprämie angesichts des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung den Kaufpreis erhöhen müssen.

b. Ebenfalls unangemessen niedrig sei der Kaufpreis der International Moscow Bank vereinbart worden.

(1) Aus den Ist-Ergebnissen der Jahre 2006 und 2007 mit deutlich besseren Ergebnissen lasse sich eine fehlerhafte und damit unplausible Planung herleiten. Für die hohen Thesaurierungsannahmen dieser Bank gebe es keine Rechtfertigung, weshalb es zu einem zu niedrigen Unternehmenswert gekommen sei. Auch hätte zwingend eine Vollausschüttung angenommen werden müssen.

(2) Der Kapitalisierungszinssatz müsse auch bei der International Moscow Bank zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden. Aus der Zinsstrukturkurve ergebe sich ein Basiszinssatz von lediglich 4,25 % vor Steuern. Die Marktrisikoprämie von 5,5 % müsse auch hier als deutlich überhöht bezeichnet werden. Beim Beta-Faktor hätte auf den originären Beta-Faktor dieses Unternehmens gesetzt werden müssen. Der Beta-Faktor enthalte etwaige Mehrrisiken osteuropäischer Länder, weshalb sich eine zusätzliche Länderrisikoprämie von 1,6 % in allen Phasen schon vom Ansatz her verbiete. Angesichts zu erwartender höherer Inflationsraten in den Staaten Osteuropas müsse auch der Wachstumsabschlag erhöht werden.

(3) Die Veräußerung eines Anteils von 70,26 % an dieser Bank sei unter Wert erfolgt und halte einem Drittvergleich nicht stand, wie ein direkter

Vergleich mit dem Erwerb der russischen Absolut Bank durch KBC und der von einem Dritten gezahlte Kaufpreis von ca. € 290 Mio. für einen Anteil von lediglich 19,77 % der Aktien belege.

c. Korrigiert werden müsse auch die Bewertung der HVB Bank Ukraine mit der Folge des Bestehens eines Anspruchs auf Nachteilsausgleich zugunsten der HypoVereinsbank gegen die Antragsgegnerin.

(1) Die Planannahmen stetig abnehmender Steigerungsraten stünden im Widerspruch zur Entwicklung aus der Vergangenheit, zumal die Wirtschaftsprüfer von in ihrem Gutachten von einem starken angestrebten Wachstum bzw. überdurchschnittlichen Wachstumsraten ausgehen würden. Auch bei dieser Bank seien die Ist-Ergebnisse der Jahre 2006 und 2007 deutlich besser ausgefallen als die Annahmen aus der Planung. Das Absinken des Jahresüberschusses im Jahr 2016 nach einem kontinuierlichen Anstieg in den Jahren ab 2006 könne nicht plausibel sein, weil der Wert noch unter dem des Jahres 2013 liege. Auch die Zahlen im Terminal Value lägen unter denen des letzten Planjahres, weshalb die dort erfolgen Annahme nicht vertretbar seien. Gleichfalls nicht zu rechtfertigen seien die hohen Thesaurierungsannahmen.

(2) Der Kapitalisierungszinssatz müsse aus denselben Gründen wie bei der International Moscow Bank als fehlerhaft zum Nachteil der HypoVereinsbank und damit auch deren Minderheitsaktionäre angesetzt angesehen werden, wobei dies auch für die Länderrisikoprämie von 3,2 % in der Detailplanungs- und Konvergenzphase sowie von 1,6 % in der Ewigen Rente ab 2016 ff. gelte.

d. Fehlerhaft erfolgt sei auch die Bewertung der HVB Bank Latvia, wobei auch hier die Ist-Ergebnisse der Jahre 2006 und 2007 die mangelnde Plausibilität der Planannahmen belegen würden. In gleicher Weise wie bei den beiden anderen baltischen Banken müsse der Kapitalisierungszinssatz

einschließlich der nicht gerechtfertigten Länderrisikoprämie von 0,3 % in der Detail- wie auch der Konvergenzphase sowie von 0,2 % in der Ewigen Rente korrigiert werden.

Auch bei den Niederlassungen Vilnius und Tallin ergebe sich der Nachteil für die Gesellschaft aus der Ermittlung des Kaufpreises mit zugrunde liegenden fehlerhaften Planannahmen angesichts deutlich besserer Ist-Ergebnisse. Fehlerhaft erfolgt sei die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes einschließlich einer unzulässigerweise angesetzten Länderrisikoprämie von 0,4 % in den beiden ersten Phasen und von 0,2 % im Terminal Value bei der Niederlassung Vilnius bzw. von 0,2 % und 0,1 % bei der Niederlassung Tallin.

e. Deutlich unter Wert erfolgt sei auch der Verkauf der Activest und Nordinvest-Gesellschaften, nachdem gerade die neue Investmentgesellschaft nach der Fusion von Activest und Pioneer zu einem überhöhten Preis an die HypoVereinsbank zurückverkauft worden sei.

5. Die Notwendigkeit der Erhöhung der Abfindung für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft resultiere auch aus anderen Erwägungen.

a. Dies gelte zunächst für den Börsenkurs, bei dem der Referenzzeitraum falsch gewählt sei; es müsse der Durchschnitt der letzten drei Monate vor dem Tag der den Squeeze out-Beschluss fassenden Hauptversammlung herangezogen werden. Teilweise wird auch geltend gemacht, maßgeblich sei der Stichtagskurs vor dem Übertragungsbeschluss. Ebenso verkenne der angenommene Börsenkurs die Tatsache, dass dieser nach dem Squeeze out-Beschluss über der festgesetzten Barabfindung gelegen habe.

b. Der Liquidationswert hätte ebenso wie der Substanzwert ermittelt werden müssen. Die Bewertung der Gesellschaft lasse zudem fehlerhaft deren Anspruch auf Rückzahlung von an die Antragsgegnerin gezahlten Dividenden

angesichts von Mängeln der Angebotsunterlage im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots der Antragsgegnerin außer Betracht.

III.

Die Antragsgegnerin beantragt dem gegenüber die Zurückweisung der Anträge, wobei dies zum Teil infolge ihrer Unzulässigkeit, in jedem Fall aber wegen der Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung erfolgen müsse.

Bei der Antragstellerin zu 193) werde die Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister mangels Nachweises zum maßgeblichen Zeitpunkt bestritten. Die fehlende Begründetheit aller übrigen Anträge resultiere aus der zutreffenden Ermittlung der Barabfindung mit Hilfe der Ertragswertmethode und der Unzulässigkeit der Berücksichtigung, jedenfalls aber dem Fehlen von Ansprüchen aus Nachteilsausgleich im faktischen Konzern.

1. Die Planung der Gesellschaft stelle sich als plausibel und damit nicht korrekturbedürftig dar.

   a. Dies gelte zunächst für die sachgerechte Darstellung der auf einer originären Planung der Gesellschaft beruhenden Mehrjahresplanung auf Ebene der einzelnen Divisionen und der einbezogenen Gesellschaften im Wege einer Top down- und anschließender Bottom up-Planung, die dem tatsächlichen Planungsstand entsprochen habe. Die Berücksichtigung konzerninterner Vorgaben durch den Vorstand berühre nicht die Leitungsverantwortung für die HypoVereinsbank und die damit einhergehende Planungshoheit, die auch nicht durch das Business Combination Agreement aufgehoben worden sei. Bei Banken müsse keine vollständige Bilanz- oder Plan-Cash-Flow-Planung erfolgen, nachdem die Profitabilität nicht allein von der Bilanzsumme abhänge, sondern neben Volumina vor allem durch die im zinstragenden Aktiv- und Passivgeschäft erzielbaren Margen bzw. das

Provisionsaufkommen für bestimmte Dienstleistungen geprägt werde. Die Plananpassung durch die Wirtschaftsprüfer von beruhe auf bewertungstechnischen Gründen entsprechend den Angaben im Bewertungsgutachten.

Die Ermittlung des Unternehmenswertes über die Ertragswertmethode könne methodisch nicht beanstandet werden. Ebenso stelle sich die zugrunde gelegte Länge des Detailplanungszeitraums mit vollen drei Jahren als sachgerecht dar, zumal mit erheblichen Steigerungsraten gerechnet werde. Die Vergangenheitsanalyse sei sachgerecht über einen angemessenen Zeitraum durchgeführt worden und lasse keinen Rückschluss auf eine mangelnde Planungssystematik zu. Die Präsentation zum Capital Markets Day am 26.6.2008 lasse bereits angesichts ihres Zeitpunktes deutlich nach der Bewertung keine Rückschlüsse zu und liefere auch keine Einzeldarstellung der Auswirkungen von Basel II auf den Bereich Privat- und Geschäftskunden oder den gesamten Konzern der HypoVereinsbank. Auch die Präsentation des Capital Markets Day 2006 mit dem Mehrjahresplan der -Gruppe könne nicht für eine Bewertung im Jahr 2007 herangezogen werden, zumal er sich auf die Gesellschaft unter Einschluss der Bank Austria Creditanstalt beziehe.

b. Die Entwicklung der operativen Erträge spiegele mit Wachstumsraten von 6,3 %, 5,9 % und 6,7 % in der Detailplanungsphase eine äußerst positive Erwartungshaltung des Vorstands der Gesellschaft wider. In gleicher Weise steige das operative Ergebnis im ersten Planjahr um 11,6 %, im zweiten Planjahr um 7,9 % und im dritten Planjahr 2009 nochmals um 14,4 %. Die Steigerungsraten beim Ergebnis vor Steuern würden sich auf 39,5 %, 10,4 % und 22 % sowie beim Eintritt in die Ewige Rente auf 6 % belaufen. Auch die Cost-Income-Ratio verbessere sich von 62,3 % im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse auf 55,8 % bis zur Nachhaltigkeit, die Eigenkapitalrendite von 16 % im Jahr 2007 auf 21 % in der Nachhaltigkeit. Die Planung liege über dem Branchendurchschnitt und stehe in Einklang mit den Geschäfts- und Quartalsberichten des Vorstandes. Ein Vergleich mit den Ist-Werten des Geschäftsjahres 2007 verbiete sich aufgrund des Ausweises von Entkonsolidierungsgewinnen aus der Veräußerung der Bank Austria

Creditanstalt sowie weiterer aufgegebener Geschäftsbereiche in Höhe von € 3.695 Mio. nach Steuern, die im Finanzanlageergebnis der Erfolgsrechnung für das erste Quartal 2007 noch enthalten gewesen seien. Ebenso lasse das Ergebnis des Geschäftsjahres 2008 keinen Rückschluss auf eine fehlerhafte Planung zu, was insbesondere aus den Turbulenzen an den Finanzmärkten mit Auswirkungen auf den Provisionsüberschuss und das Handelsergebnis resultiere. Das originäre Zinsergebnis enthalte unter anderem den Überschuss aus der Einführung des Investmentbanking-Geschäfts der UBM, das bei der Unternehmensbewertung als Sonderwert eingeflossen sei und deshalb nicht ohne Weiteres verglichen werden könne.

Von einer fehlerhaften Planung der Personalkosten könne nicht gesprochen werden. Die Steigerungsrate bleibe mit 15,8 % deutlich hinter dem Anstieg der operativen Erträge von 27,3 % zurück. Auch berücksichtige die Planung des Verwaltungsaufwands der Division Privat- und Geschäftskunden die zu Kosteneinsparungen führenden Effekte aus dem Effizienzsteigerungsprogramm PRO. Andererseits benötige die Gesellschaft zusätzliche Aufwendungen für Marketing zur Realisierung der geplanten Ergebnissteigerungen; zudem habe sie das Vergütungssystem auf höhere variable Personalkostenbestandteile umgestellt. In gleicher Weise komme es in der Division Wealth Management zu einer deutlichen Steigerung der Erträge und einer Verbesserung der Profitabilität infolge der Zunahme der Beraterkapazitäten. Die Planung der Division Markets & Investment Banking gehe ebenso wie die Division Firmen- und Kommerzielle Immobilienkunden von einer deutlichen Verbesserung der Profitabilität aus.

c. Kein Korrekturbedarf bestehe auch bei den Annahmen zur Kreditrisikovorsorge. Eine Antizipation von höheren Auflösungen von in früheren Jahren gebildeten Wertberichtigungen habe nicht erfolgen können. Aus der im Rahmen der Unternehmensbewertung unterstellten Annahme zur Eigenmittelausstattung und der sich daraus ergebenden modellmäßig angenommenen Ausschüttung von freiem Kapital ergebe sich eine Reduzierung des ursprünglich geplanten Eigenmittelbeitrages. Die Kreditrisikovorsorge in Höhe von € 891 Mio. stehe nicht im Widerspruch zur Berücksichtigung

zwischenzeitlich erfolgter Strukturmaßnahmen und zum geplanten Abbau der Kreditportfolien SCP und RER.

d. Der Ansatz einer Kernkapitalquote von 6,8 % einschließlich hybrider Kernkapitalelemente müsse nicht angepasst werden. Die Annahme, das Erreichen eines Ratings von AA- bzw. Aa3 sowie einer Kernkapitalquote sei angesichts der Vorgaben aus dem Kreditwesengesetz mit 4 % nicht erforderlich, übersehe, dass diese deutlich zu niedrige Kernkapitalquote nicht ausreiche, um das in der Planung unterstellte Ergebnis zu erreichen, weil diese Quote die Refinanzierung verteuere und eine Zusammenarbeit mit bestimmten Geschäftspartnern unmöglich wäre. Eine vollständige Darstellung über Hybridkapital wäre unzulässig und zudem zu teuer. Eine Verbesserung des Ratings wirke wegen geringerer Refinanzierungskosten und stabilerer Provisionsüberschüsse im Zweifel sogar werterhöhend. Zudem reduziere eine höhere Kernkapitalquote das Risiko der Gesellschaft. Eine niedrigere Kernkapitalquote genüge nicht, um das angestrebte, bessere Rating zu erreichen. Eine pauschale Übernahme des Wertes von 5,2 % aus der QIS 5-Studie verbiete sich, weil dadurch die Bedingungen und Umstände der HypoVereinsbank ausgeblendet würden.

e. Kein Anpassungsbedarf bestehe bei den Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquoten.

(1) Angesichts einer durchschnittlichen Ausschüttungsquote von 54 % im Zeitraum von 1988 bis 2006 bedeute ein Ansatz von 50 % eine Verbesserung zugunsten der Minderheitsaktionäre. Die Verwendung der thesaurierten Beträge werde geprägt durch die aufsichtsrechtlich gebotene Thesaurierung, um die Vorgaben des Kreditwesengesetzes einzuhalten und den Erfordernissen des Kapitalmarktes Rechnung zu tragen. Für das Geschäftsjahr 2009 entfalle durch die Reduzierung der Risikoaktiva eine zusätzliche Thesaurierung für aufsichtsrechtliche Zwecke. Bei einer geringeren Thesaurierung oder gar einer Vollausschüttung käme es zu einer sinkenden Kernkapitalquote, wodurch die Planung ihre Konsistenz verliere und die Bank gegebenenfalls sogar

im Zeitraum der Ewigen Rente Gefahr laufe, ihre Geschäftsbetriebserlaubnis zu verlieren.

(2) Im Terminal Value müsse ein realistisches Ausschüttungsverhalten zugrunde gelegt werden, weshalb weder eine Vollausschüttungshypothese noch eine vollständige Thesaurierung in Betracht komme. Die Thesaurierungsauflösung des Jahres 2009 habe Berücksichtigung gefunden. Eine Reduzierung der Ausschüttungsquote auf 40 % sei weder methodisch noch sachlich angemessen.

2. Zutreffend angesetzt worden sei der Kapitalisierungszinssatz.

a. Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 4,25 % vor Steuern beruhe auf der sachgerechten Herleitung aus der Zinsstrukturkurve aus der sich ein (abzurundender) Basiszinssatz von 4,32 % vor Steuern errechnet habe. Nicht beanstandet werden könne das Abstellen auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs für die Monate Februar bis April 2007.

b. Kein Korrekturbedarf bestehe bei dem notwendigerweise anzusetzenden Risikozuschlag, dessen Herleitung auf der weithin anerkannten Methode des (Tax-)CAPM beruhe, das auch steuerliche Gegebenheiten sachgerecht abbilde. Die empirische Kapitalmarktforschung belege den Ansatz einer zukunftsgerichtet abgeleiteten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern, bei deren Herleitung das arithmetische Mittel verwandt werden dürfe. Ebenso stelle sich das Verhältnis zum Basiszinssatz wie auch zum Wachstumsabschlag, aber auch zum DAX als angemessen dar. Keiner Korrektur bedürfe der über eine Peer Group hergeleitete Beta-Faktor von 1,1, nachdem es dem originären Beta-Faktor angesichts des geänderten Geschäftsmodells der Gesellschaft ohne die Einbeziehung des Osteuropa-Geschäfts einschließlich der Bank Austria Creditanstalt an Aussagekraft mangele. Die Peer Group sei zutreffend ausgewählt worden, nachdem bei allen Unternehmen eine regional diversifizierte Marktausrichtung gegeben sei und auch eine globale Ausrichtung des Investmentbanking bestehe. Als

sachgerecht bezeichnet werden müsse auch die Aufnahme der Antragsgegnerin in die Peer Group. Der Beobachtungszeitraum von drei Jahren sei lange genug, um sich nicht verfestigende Ausschläge nicht zu stark zu gewichten; andererseits sei er nicht so lang, dass die Vergleichbarkeit der Unternehmen eingeschränkt wäre. Eine Bereinigung des Beta-Faktors um die Kapitalstrukturunterschiede könne bei Banken unterbleiben.

c. Angesichts der nur begrenzten Möglichkeit der Weitergabe von Preissteigerungen an Kunden müsse der Wachstumsabschlag nicht erhöht werden. Ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag werde gerade durch empirische Studien gestützt. Die drei hauptsächlichen Quellen des operativen Ergebnisses der HypoVereinsbank unterlägen nur in einem beschränkten Umfang der Inflation. Der Wachstumsabschlag berücksichtige auch sachgerecht die Ausschüttungsquote von 50 %.

3. Die Sonderwerte seien vollständig und zutreffend in die Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft eingeflossen, wobei die Informationen zu den Immobilien, wie auch den Beteiligungen ausreichend gewesen seien und die Abgrenzung des betriebsnotwendigen von den nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen sachgerecht erfolgt sei.

a. Für nicht börsennotierte Beteiligungen sei die Bewertung auf der Grundlage des höheren Wertes aus anteiligem Eigenkapital und Buchwert zutreffend vorgenommen worden. Die Aktien der Tivoli Grundstücks-Aktiengesellschaft müsse man als strategische Beteiligung angesichts der Verwendung von durch die HypoVereinsbank gehaltenen Immobilien als der Erfüllung Geschäftszweck dieses Unternehmens dienend ansehen. Zudem könne ein außerbörslicher Kurs nicht zur Bewertung der Anteile an dieser Gesellschaft herangezogen werden.

Die Annahme der Veräußerung aller über 300 im Portfolio DIANA gehaltenen nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen samt der Abzinsung des Veräußerungserlöses auf den Stichtag entspreche der Einschätzung des Vorstandes als realistische Annahme, nachdem es kein Interesse an einer

Verschleuderung dieser Beteiligungen durch eine sofortige Liquidation gebe. Die den nicht strategischen Beteiligungen zuzurechnenden Schulden seien ebenfalls zutreffend abgezogen worden, wobei es im Rahmen der Ermittlung der Aufwendungen aus der Refinanzierung der Beteiligungen zu einer notwendigen Anpassung einschließlich einer Erhöhung des Zinsüberschusses gekommen sei.

b. Für die börsennotierten Beteiligungsgesellschaften sei das Heranziehen des Drei-Monats-Durchschnittskurses zum 3.5.2007 sachgerecht, nachdem sich aus der Aktualisierung zum Stichtag keine Werterhöhung ergeben habe. Dies gelte auch für den Anteil an der börsennotierten ERGO Versicherungsgruppe AG, bei der eine Ertragswertermittlung angesichts einer Beteiligung in Höhe von 5 % weder möglich noch erforderlich sei.

c. Eine stichprobenartige Überprüfung der nicht strategischen Immobilien habe sich ausgleichende Wertunterschiede ergeben. Der als Sonderwert erfasste Teil des Immobilienvermögens stelle nur eine Teilmenge der Grundstücke und Gebäude dar, die von dieser Position im Geschäftsbereich 2007 erfasst wäre, nachdem dieser auch strategische Immobilien sowie der Gesellschaft nicht zurechenbare Immobilien erfasse.

d. Das Investmentbanking-Geschäft der UBM wirke sich werterhöhend auf die Abfindung aus. Der Ertragswert der UBM sei im Rahmen der Sachkapitalerhöhung ordnungsgemäß vorgenommen und zutreffend ermittelt worden. Dabei müsse vor allem der über eine Peer Group hergeleitete Beta-Faktor von 1,3 nicht abgesenkt werden, weil der Bereich des Investmentbanking tendenziell mit einem höheren Risiko behaftet sei als das klassische Kreditgeschäft. Die Unternehmensbewertung der Gesellschaft unterstelle den Zufluss eines Wertes von € 2.025 Mio., wobei ein geringerer Wert zu keinem über diesen Ansatz hinausgehenden Betrag führen könne. Ansprüche der HypoVereinsbank gegenüber der Antragsgegnerin aus Differenzhaftung wegen vermeintlicher Überbewertung seien im Hinblick auf die Barabfindung irrrelevant. Weiterhin müsse die Barabfindung aus Anlass des

Squeeze out nicht zwingend in derselben Höhe festgelegt werden wie im Rahmen der Kapitalerhöhung.

e. Die B & C Privatstiftung könne ebensowenig wie die Hypo-Kulturstiftung als Sonderwert berücksichtigt werden, weil die Genussscheine keinen wirtschaftlichen Wert für die Aktionäre hätten. Bestehende Verlustvorträge seien in die Steuerplanung eingeflossen, weshalb es beim Ansatz als Sonderwert zu einer unzulässigen Doppelerfassung komme, was auch für die Bewertung der Marke „HypoVereinsbank" gelte.

4. Im Hinblick auf die Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt sowie des weiteren Osteuropa-Geschäfts könne es keinen Anspruch der Gesellschaft auf Nachteilsausgleich gegen die Antragsgegnerin geben. Ein derartiger Anspruch könne in einem Spruchverfahren keine Berücksichtigung finden, nachdem ein solcher weder rechtskräftig festgestellt sei noch es Anhaltspunkte dafür gebe, dass ein künftiger Zufluss auf Basis dieser Ansprüche zumindest konkret und mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zu erwarten gewesen sei. Alle Vertragsbedingungen für die insgesamt sechs Transaktionen unter Einschluss der Verkaufserlöse seien unter Beachtung der Anforderungen der Business Judgment Rule aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG vereinbart worden. Auf Basis der eingeholten Ertragswertgutachten bzw. der Auktionsverfahren habe sich das jeweilige Kaufangebot als vorteilhaft dargestellt. In jedem Fall aber sei die Bewertung aller Transaktionsobjekte zutreffend erfolgt, weshalb ein Anspruch aus § 311 AktG ausscheide. Dies gelte auch für Ansprüche aus §§ 57, 62 AktG, weil es an einer verbotenen Einlagenrückgewähr fehle, die Anwendbarkeit aufgrund des Vorrangs von Ansprüchen aus § 311 Abs. 2 AktG ausgeschlossen sei und die Annahme der Nichtigkeit der gesamten Bank Austria Creditanstalt-Transaktion angesichts der dann anzunehmenden Verpflichtung zur Rückgewähr des geleisteten Kaufpreises nicht zu einer Wertsteigerung der HypoVereinsbank führe. Ein Anspruch resultiere auch nicht aus §§ 304, 305 AktG analog, weil zum einen das Business Combination Agreement kein faktischer Beherrschungsvertrag sei und diese Vorschriften nur die außenstehenden Aktionäre begünstigen würden, nicht aber das abhängige Unternehmen. Die ohnehin aufgegeben Grundsätze des qualifiziert faktischen

Konzerns fänden im Aktienrecht keine Anwendung; abgesehen davon fehle es an einer rechtlich vermittelten oder tatsächlich ausgeübten Leitung durch die Antragsgegnerin sowie an einem Nachteil der HypoVereinsbank.

a. Ein höherer Ertragswert der Bank Austria Creditanstalt zum Stichtag 25.10.2006 lasse sich nicht rechtfertigen, wobei der Ansatz einer höheren Barabfindung von € 129,40 im Rahmen des Squeeze out bei der Bank Austria Creditanstalt im Mai 2007 schon wegen eines anderen Stichtages und eines anderen angewandten Bewertungsstandards – nämlich dem österreichischen Standard KFS BW1 – nichts ändern könne.

   (1) Die Bewertung der Bank Austria Creditanstalt durch ; beruhe auf der originären Planung der Gesellschaft, wobei sich eine lineare Hochrechnung der im ersten Halbjahr bzw. den ersten drei Quartalen erzielten Ergebnisse verbiete. Die verwandten Planzahlen seien konsistent zum Jahresabschluss 2006, wobei sie beim Betriebsergebnis und dem Kreditrisiko sogar über den Ist-Zahlen gelegen hätten. Aus den Ist-Zahlen des Jahres 2007 lasse sich angesichts des Hinzukommens der in die Bank Austria Creditanstalt eingebrachten Einheiten des Osteuropa-Geschäfts sowie von weiteren hinzuerworbenen Banken, des unerwartet guten konjunkturellen Verlaufs sowie von Einmaleffekten wie des Eingangs der ersten Rate der Gewinnbeteiligung an der BPH Polen von € 223 Mio. und von Pensionsrückstellungen im Umfang von € 164 Mio. kein Rückschluss auf eine zu pessimistische Planung ziehen.

   (2) Die Ansätze für die Ewige Rente seien nicht zu erhöhen, weil es gerade bei den Segmenten Firmenkunden Österreich, ACPM sowie Virtuelle Bank angesichts sehr ambitionierter Planungsrechnungen keinen Korrekturbedarf gebe.

   (3) Nicht beanstandet werden könne der Ansatz zu den Thesaurierungsmaßnahmen, nachdem die Vollausschüttungshypothese nicht der Realität entspreche und demzufolge die geplante Ausschüttungspolitik

heranzuziehen sei. Die nachhaltige Thesaurierung aufgrund regulatorischer Anforderungen diene dem Erhalt der regulatorisch geforderten Kernkapitalquote. Für die über die Zielquote hinausgehenden thesaurierten Beträge unterstelle die Planung, diese würden nachhaltig die von den Kapitalgebern geforderten Kapitalkosten verdienen.

(4) Beim Kapitalisierungszinssatz bestehe kein Änderungsbedarf.

(a) Der Basiszinssatz betrage entsprechend der Ableitung aus der Zinsstrukturkurve 4,5 % vor Steuern. Ein Absinken auf 4,25 % habe keinen nennenswerten Einfluss auf den Unternehmenswert. Zudem müsse die Bewertung dann auch gegenläufige Effekte im Sinne der Verringerung des Zinsergebnisses der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigen.

(b) In gleicher Weise sachgerecht erfolgt sei die Ermittlung des Risikozuschlages unter Einsatz des (Tax-)CAPM mit einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einem über eine zutreffend zusammengesetzte Peer Group hergeleiteten Beta-Faktor von 1,1. Das Heranziehen des unternehmenseigenen Beta-Faktors verbiete sich wegen des kurzen Zeitraums der Börsennotierung seit dem 18.6.2003 mit lediglich 36 Datenpunkten zur Ableitung monatlicher Beta-Werte. Dem über wöchentliche Referenzzeiträume abgeleiteten Beta-Faktor fehle angesichts seiner Volatilität die Aussagekraft. Zusätzlich bedürfe es des Ansatzes einer Länderrisikoprämie von 0,14 % in der Detailplanungsphase von 2006 bis 2008 sowie von 0,07 % im Terminal Value ab 2009 ff., nachdem der Beta-Faktor gegen den höhere politische und rechtliche Risiken nicht abbildenden nationalen Index ermittelt worden sei. Auch trage dies dem Umstand Rechnung, dass in den osteuropäischen Tochtergesellschaften die Planungsrechnung bis zum Zeitpunkt der erwarteten Kongruenz durch die erwartete Einführung des Euro fortgeschrieben und auf das Jahr 2009 annuisiert worden sei.

(c) Der Wachstumsabschlag von 1 % sei angemessen abgeleitet worden, wobei das überproportionale Wachstum der osteuropäischen Tochtergesellschaften explizit in Form eines „Sondererergebnisses Wachstumskonvergenz" berücksichtigt worden sei.

(5) Der Unternehmenswert der Beteiligung an der BPH Polen in Höhe von € 3,7 Mrd. liege an der oberen Grenze vertretbarer Unternehmenswerte. Den von Österreich ermittelten Kaufpreisrahmen habe eine Fairness Opinion von JP Morgan bestätigt. Der diskontierte Barwert der Gegenleistung sei zutreffend angesetzt worden. Die Entwicklung der Börsenkurse der BPH Polen stütze diese Angemessenheit der Bewertung. Eine Kontrollprämie müsse nicht berücksichtigt werden; hierfür fehle jegliche Rechtsgrundlage, nachdem die Antragsgegnerin kein Interesse an einer direkten Kontrolle der BPH Polen-Beteiligung gehabt habe.

Die überschüssige Liquidität der Bank Austria Creditanstalt infolge von Verkaufserlösen wie vor allem aus dem Verkauf der BPH Polen dürfe nicht nochmals als Sonderwert erfasst werden.

Die Bewertung der Bank Austria Betriebsobjekte AG sei sachgerecht um die Kapitalherabsetzung von € 87 Mio. auf € 15,9 Mio. gekürzt worden.

Die von der Bank Austria Creditanstalt gezeichneten Genussrechte an den österreichischen Gesellschaften Immobilien Holding GmbH und B & C Holding GmbH seien bereits zutreffend dem betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet worden, weshalb sie nicht werterhöhend anzusetzen seien. Zum Stichtag habe auch keine Veräußerungsabsicht bestanden, wie sich aus einem Schreiben der Bewertungsgutachter vom 31.7.2006 ergäbe. Zudem gäben die Genussrechte keinerlei Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmen oder Stiftungen. Da die Bank Austria Creditanstalt auch nicht Letztbegünstigte der Stiftungen sei, könne man sie zum maßgeblichen Bewertungsstichtag nicht auflösen und mit ihrem Netto-Liquidationswert ansetzen. Daher handle es sich bei den

Genussrechten um zum typischen Geschäft einer Bank zählende Finanzierungsinstrumente.

b. Auch bei den weiteren veräußerten Auslandsgesellschaften könne die HypoVereinsbank keinen Anspruch auf Nachteilsausgleich gegen die Antragsgegnerin geltend machen.

(1) Ein höherer Wert in Bezug auf die International Moscow Bank ergebe sich nicht unter Hinweis auf einen sich aus einem späteren Verkauf erzielten höheren Kaufpreis.

(2) Die Veräußerung der HVB Bank Ukraine sei angesichts zutreffender Planzahlen nicht unter Wert verkauft. Das Wachstumspotential werde trotz rückläufiger Wachstumsraten und einem Übergang in den Terminal Value im Jahr 2015 mit Wachstumsraten von 3 % p.a. bis hin zur Nachhaltigkeit sachgerecht abgebildet.

Der in den Bewertungsgutachten zugrunde gelegte Wachstumsabschlag von 2 %, bzw. 3 % insbesondere auch bei den Banken aus den baltischen Staaten müsse nicht erhöht werden. Selbst wenn die Inflationsrate in den einzelnen Staaten langfristig über diesem Wert liegen sollte, rechtfertige dies nicht die Anhebung des Wachstumsabschlages. Die Vergleichsgruppen bezüglich des jeweils angesetzten Beta-Faktors seien so zusammengesetzt, dass eine Korrektur nicht erfolgen müsse.

(3) Kein Korrekturbedarf bestehe bei den Activest-Gesellschaften und Nordinvest. Der Kaufpreis von € 600 Mio. sei von der Investmentbank Merrill Lynch in einer Fairness Opinion bestätigt worden; auch liege er über den objektivierten Unternehmenswerten der Activest-Gesellschaften. Der Kaufpreis von rund € 70 Mio. für die Nordinvest halte gleichfalls einem Drittvergleich stand, weil er höher liege als das beste von einem Dritten in den Auktionsverfahren abgegebene Angebot.

5. Auch aus anderen Gründen lasse sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

   a. Dies gelte zunächst für den Börsenkurs, der über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte zu bestimmen sei, was gerade die Regelung in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO deutlich mache. Deshalb könne weder der gewichtete Durchschnittskurs über einen am Tag der Hauptversammlung endenden Referenzzeitraum noch der Kurs zum Tag der Hauptversammlung maßgeblich sein.

   b. Ohne Bedeutung für die Angemessenheit der Barabfindung seien der ohnehin deutlich unter dem Unternehmenswert der Gesellschaft liegende Liquidationswert und der Substanzwert.

   c. Im Rahmen der Bewertung könne es auch nicht zur Berücksichtigung eines Anspruchs der Gesellschaft auf Rückzahlung von an die Antragsgegnerin gezahlten Dividenden auf der Grundlage von § 59 WpÜG kommen. Aufgrund einer Befreiung von der Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebotes nach § 35 Abs. 3 WpÜG könne kein Rechtsverlust bestehen. Zudem erfülle das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Antragsgegnerin die Vorgaben der Vorschriften des 4. Abschnitts des WpÜG; außerdem liege die Gestattung durch den Bescheid der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 25.8.2005 vor.

IV.

1. Das Gericht hat mit Beschluss vom 5.8.2009 (Bl. 137 d.A.)

   zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt und mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 141 d.A. Rs.) die

Bekanntmachung der Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt im Wesentlichen die Fehlerhaftigkeit der Planung, wenn der Gewinn bei der HypoVereinsbank im ersten Halbjahr 2007 deutlich höher ausfalle als angenommen. Fehlerhaft ermittelt sei namentlich der Risikozuschlag mit Blick auf die im Vergleich zum Basiszinssatz doppelt so hohe Marktrisikoprämie und der unterbliebenen Berücksichtigung des unternehmenseigenen aktuellen Beta-Faktors der Gesellschaft. Beim Wachstumsabschlag müsse primär auf die Inflationsrate abgestellt werden. Bei den Sonderwerten müsse das nicht strategische Immobilienvermögen hinterfragt werden. Der Ansatz von UBM sei zu niedrig erfolgt, weil rund zweieinhalb Monate später ein um € 0,92 je Aktie höherer Erlös erzielt worden sei. Der Börsenkurs setzte am falschen Referenzzeitraum an.

2. In der mündlichen Verhandlung vom 15.4.2010 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von – – mündlich angehört, die im Termin eine schriftliche Stellungnahme zu Fragen der Thesaurierung und Ausschüttung zugesagt haben.

   Das Gericht hat sodann Beweis erhoben gemäß Beschluss vom 19.5.2011 (Blatt 716/721 d.A.) und vom 4.9.2014 (Bl. 838/849 d.A.) durch Einholung schriftlicher Gutachten der Sachverständigen und sowie gemäß Beschlüssen vom 20.11.2018 (Blatt 2357/2377 d. A.), vom 11.3.2020 (Blatt 2968/2970 d.A.), vom 16.10.2020 (Blatt 3513/3542 d.A.), vom 11.11.2021 (4260 d.A.) und vom 3.12.2021 (Blatt 4280/4282 d.A.) durch Einholung schriftlicher Ergänzungsgutachten der Sachverständigen. Ferner hat das Gericht mit Beschluss vom 22.6.2021 (Blatt 3748/3749 d.A.) die Anhörung der Sachverständigen zur Erläuterung ihrer Gutachten angeordnet. Mit Beschluss vom 10.11.2020 (Blatt 4200 d.A.) hat das Gericht den Gutachtensauftrag auf und erweitert. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 15.4.2010 (Bl. 610/653 d.A) sowie die allen Beteiligten übermittelte Stellungnahme von vom 20.5.2010 (Blatt 666/668 d.A). Hinsichtlich des Ergebnisses der

Beweisaufnahme wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten Gutachten der Sachverständigen ı und ; vom 2.10.2017 (Bl. 1121/1595 d.A.), vom 25.2.2020, (Blatt 2481/2694 d.A), vom 11.5.2020 (Blatt 2984/3004 d.A) und vom 31.5.2021 (Blatt 3621/3747 d.A) sowie das allen Verfahrensbeteiligten zugestellte Ergänzungsgutachten vom 23.12.2021 (Blatt 4377/4421 d.A) und das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.11./11.11.2021 (Blatt 4169/4260 d.A).

3. Die Antragsteller zu 41,) zu 147), zu 164), zu 228) und zu 284) haben ihre Anträge jeweils mit Schriftsätzen vom 23.10.2020 (Bl. 3543 d.A.), 14.1.2010 (Bl. 326/339 d.A.), 19.12.2008 (Bl. 36 d.A.), 29.4.2010 (Bl. 660 d.A.) und 22.10.2010 (Bl. 428/435 d.A.) zurückgenommen. Die Antragsgegnerin hat ausweislich des Schriftsatzes des Antragstellers zu 228) ihm gegenüber zugesagt, keine Kostenanträge zu stellen und dies gegenüber dem Vorsitzenden Richter auch in Bezug auf die anderen Antragsteller fernmündlich bestätigt, die ihre Anträge zurückgenommen haben.

V.

Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 15.4.2010 (Blatt 610/653 d.A) und vom 10.11./11.11.2021 (Blatt 4169/4260 d.A).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie nach den erklärten Antragsrücknahmen von insgesamt fünf Antragstellern noch zu entscheiden ist – mit Ausnahme des Antrags der Antragstellerin zu 193) – zulässig, jedoch nicht begründet

I.

1. Der Antrag der Antragstellerin zu 193) ist unzulässig, weil sie nicht antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG ist. Nach dieser Regelung ist in dem hier gegebenen Verfahren nach § 1 Nr. 3 SpruchG antragsbefugt jeder ausgeschiedene Aktionär. Dies trifft auf die Antragstellerin zu 193) nicht zu, weil sie nicht nachgewiesen hat, dass sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses Aktionärin der HypoVereinsbank war. Aus der von ihr vorgelegten Bankbescheinigung der Crédit Suisse vom 11.3.2022 ergibt sich die Aktionärseigenschaft nicht der Antragstellerin, sondern des Pergamon Special Situations Fund, für den die Aktien von der Crédit Suisse in ihrer Eigenschaft als Prime Broker und Depotbank gehalten wurde, für den die Antragstellerin zu 193) als Anlageberater entsprechend einem Anlageberatungsvertrag hielt. Angesichts dessen kann die Antragstellerin zu 193) kein eigenes Recht als unmittelbar ausgeschlossene Aktionärin geltend machen, sondern ein fremdes Recht. In der Antragsschrift verwies sie aber darauf, bis zum Zeitpunkt der Ausbuchung Aktionär der HypoVereinsbank gewesen zu sein. Die Antragstellerin zu 193) ist in dem Schriftsatz auf Seite 1 im Rubrum als Antragsteller genannt; auf Seite 2 des Schriftsatzes wird nun ausgeführt, die Antragstellerin zu 193) [dort als Antragsteller bezeichnet] – also Pergamon Capital Advisors L.P. – sei vor der Eintragung des Squeeze out bis zum Zeitpunkt der Ausbuchung Aktionär der Gesellschaft gewesen zu sein. Damit legt sie aber dar, ein eigenes Recht geltend zu machen. Ein Hinweis auf den Pergamon Special Situations Fund als wahren Rechtsinhaber kann diesem

Schriftsatz nicht im Ansatz entnommen werden, zumal der Antragsschrift keine entsprechende Bankbestätigung beigefügt war, diese sollte nachgereicht werden, was erst im Jahr 2021 erfolgte.

Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der Überlegung ableiten, der Antragsteller zu 1) trete in gewillkürter Verfahrensstandschaft für den Antragsteller zu 4) auf, der im Aktienregister als Aktionär eingetragen ist bezüglich der beiden Aktien. Zwar wird davon auszugehen sein, dass eine gewillkürte Verfahrensstandschaft im Spruchverfahren nicht von vornherein ausgeschlossen ist. Daher kann ein Antragsteller ein fremdes Recht in einem Spruchverfahren auch im eigenen Namen geltend machen (vgl. LG München I Der Konzern 2010, 196, 197; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand 1.2.2022, § 3 Rdn. 4; Wasmann in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 4. Aufl., § 3 Rdn. 25; Klöcker/Frowein, SpruchG, 1. Aufl., § 3 Rdn. 30; Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings ist dabei die Frist des § 4 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 SpruchG einzuhalten, wonach innerhalb einer Frist von drei Monaten ab der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der Antrag begründet sein muss und die Antragsbegründung die Darlegung der Antragsberechtigung zu enthalten hat. Daher muss gegenüber dem Gericht innerhalb der Antragsfrist zumindest im Ansatz dargelegt werden, dass der Antragsteller nicht ein eigenes, sondern ein fremdes Recht im eigenen Namen geltend macht. Die Kammer geht davon aus, dass die Offenlegung innerhalb der Ausschlussfrist des § 4 Abs. 1 und Abs. 2 SpruchG erfolgen muss (vgl. LG München I Der Konzern 2010, 196, 197; Klöcker/Frowein, SpruchG, a.a.O., § 3 Rdn. 30). Die Antragsbegründung muss insbesondere die Darlegung der Antragsberechtigung nach § SpruchG aufgrund der Vorgaben des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 SpruchG enthalten. Erfolgt die Begründung nicht oder nicht rechtzeitig, so ist der Antrag unzulässig (vgl. LG München I Der Konzern 2010, 196, 197; Leuering in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 17 zu § 4; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., § 4 Rdn. 8). Daraus ist dann aber der Schluss zu ziehen, dass auch die Verfahrensstandschaft innerhalb der Antragsfrist offengelegt werden muss. Angesichts der soeben geschilderten Formulierung in dem Antragsschriftsatz vom 18.12.2008 kann nicht davon ausgegangen werden, aus dem Antrag könne sich über eine Auslegung die Geltendmachung eines fremden

Rechts im eigenen Namen ergeben. Daher muss die Kammer nicht entscheiden, ob ausnahmsweise etwas anderes gelten kann, wenn die Verfahrensstandschaft bereits bei Verfahrensbeginn offenkundig ist oder für die Beteiligten offenkundig ist, weil sie sich beispielsweise aus dem vorgerichtlichen Schriftwechsel ergibt (so OLG Stuttgart NZG 2001, 854, 856 = AG 2002, 353, 354).

2. Die Anträge der im Verfahren verbliebenen weiteren Antragsteller sind – mit Ausnahme der Anträge der Antragstellerin zu 193) – zulässig.

   a. Die im Verfahren verbliebenen Antragsteller sind – mit Ausnahme der Antragstellerin zu 193) – jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der HypoVereinsbank AG am 15.9.2008 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Vortrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt, weshalb er gem. §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.

   b. Alle Anträge gingen jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I ein, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab der Bekanntgabe der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister aufgrund der Vorgaben aus § 10 AGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 17.9.2008, weshalb die Antragsfrist am, 17.12.2008 endete. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge zumindest per Telefax und somit fristwahrend beim Landgericht München I ein.

   c. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge

gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 16.4.2021, Az: 5 HK O 5711/19; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 4 Rdn. 22). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die zulässigen Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind in der Hauptsache jedoch nicht begründet, nachdem der Unternehmenswert einschließlich der sich aus den Veräußerungen von Assets der Gesellschaft ergebenden Sonderwerte zwar insgesamt auf € 32.155 Mio. und sich daraus eine Abfindung von € 40,07 je Aktie errechnen würde, die jedoch noch nicht die Unangemessenheit der im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung von € 38,26 nach sich zieht.

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. Unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts aus Art.14 Abs. 1 GG muss der Aktionär einen vollständigen wirtschaftlichen Ausgleich für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung als Aktionär gewährt werden. Hierzu muss der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert des Anteilseigentums widergespiegelt werden. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur

BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20; OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; AG 2020, 133, 134 f. = WM 2019, 2104, 2106; NZG 2022, 362, 364; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; AG 2020, 222, 223; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15, Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20).

Der Unternehmenswert wurde dabei im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 337 f.), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der HypoVereinsbank AG zugrunde gelegt werden kann. 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 BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; NZG 2022, 362, 364 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; Beschluss vom 9.4.2021, Az. 31 Wx 2/19; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG

2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20). Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes" stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist – wie ausgeführt - in Rechtsprechung und Literatur wie auch der bewertungsrechtlichen Praxis weithin anerkannt. Auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Die Kammer sieht diese Methode, auch wenn sie von einem privaten Verein entwickelt wurde und daher keinen bindenden Rechtsnormcharakter haben kann, als zur Unternehmenswertermittlung geeignet an, weshalb sie hier zugrunde gelegt werden kann.

Die Möglichkeit, den Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens entsprechend den Grundsätzen des IDW S1 sachgerecht zu ermitteln, zeigt sich letztlich auch aus der Wertung der §§ 199 ff. BewG. Aufgrund von § 201 BewG bildet der zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahresertrag die Grundlage für die Bewertung bei steuerlichen Anlässen. Dieses Verfahren ist zwar von Typisierungen und Vereinfachungen geprägt, um die steuerliche Abwicklung zu erleichtern (vgl. Krumm in: Leingärtner, Besteuerung der Landwirte, 39. Erg.Lfg, Stand: Oktober 2021, Kap. 94 Rdn. 25), orientiert sich aber von der Methodik her an den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens entsprechend dem Standard IDW S1, wie es sich in der – auch von der höchst- und obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligten – Praxis durchgesetzt hat. Der Gesetzgeber geht in §§ 199 ff. BewG sehr wohl davon aus, dass sich der Unternehmenswert auf diese Art und Weise durch Kapitalisierung der künftig zu erzielenden Überschüsse ermitteln lässt, wie dies auch dem Standard IDW S1 zugrunde liegt (vgl. auch OLG

München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113 f.). Daher ist den im Hinweisbeschluss des Landgerichts Köln, Az. 82 O 2/16 geäußerten Zweifeln an der Tragfähigkeit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Standard IDW S1 nicht zu folgen.

Diesem Ansatz lässt sich auch nicht entgegenhalten, die Berechnung müsse in Anlehnung an die Best Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zumindest plausibilisiert werden. Die Ertragswertmethode ist in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis weithin anerkannt und üblich, weshalb sie entsprechend den Vorgaben insbesondere auch des BGH der Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde gelegt werden kann. Angesichts dessen bedarf es nicht zwingend einer weiteren Überprüfung durch eine andere Methode, die zudem nicht unerheblicher Kritik in der Fachliteratur ausgesetzt ist, weil das Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt unzulässiger Weise entferne und es auch zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung der Unsicherheit im Bewertungskalkül komme (vgl. Olbrich/Rapp CF 2012, 233 ff.; auch Quill, Interessengeleitete Unternehmensbewertung – Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Universität des Saarlandes, 2016, S.330 f.). Auf eine variable Bandbreite abzielende Empfehlungen sind keinesfalls besser geeignet als die Ertragswertmethode, weil eine Bandbreite keine angemessene Barabfindung darstellen kann, nachdem diese auf einen bestimmten Betrag lauten muss.

Für die HypoVereinsbank – ohne die unter C. gesondert dargestellte Berücksichtigung von Ansprüchen auf Nachteilsausgleich – lässt sich auf dieser Grundlage ein Unternehmenswert ermitteln.

1. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung der 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. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; NZG 2022, 362, 367 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). 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; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20). Diese Grundsätze wurden bei der HypoVereinsbank zutreffend angewandt.

a. Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, auf denen die Planung der Gesellschaft beruht.

(1) Die Länge der die Jahre 2005 und 2006 umfassenden Vergangenheitsanalyse kann nicht als zu kurz bezeichnet werden, was sich aus dem Grundgedanken ergibt, auf dem die Vergangenheitsanalyse beruht. Diese verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind (vgl. OLG Frankfurt AG 2020, 955, 958; LG München I AG 2020, 222, 224 = Der Konzern 2020, 311, 312; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20). Der hierfür heranzuziehende Betrachtungszeitraum beträgt üblicherweise zwei bis drei Jahre, wie der Kammer aus einer Vielzahl bei ihr

anhängiger Spruchverfahren bekannt ist. In deren Rahmen wurden die Ergebnisse der beiden betroffenen Geschäftsjahre um einmalige, nicht wiederkehrende Einflüsse bereinigt. Vor allem aber musste berücksichtigt werden, dass bereits im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse eine Veräußerung des Osteuropa-Geschäftes, einschließlich der Beteiligung an der Bank Austria Creditanstalt sowie der Asset Management-Aktivitäten – also der drei Activest-Gesellschaften sowie der Nordinvest GmbH – erfolgte. Angesichts dieser Transaktionen kann eine Verlängerung auf drei Jahre unter Einschluss auch des Jahres 2004 nicht als sachgerecht bezeichnet werden. Bei der Analyse der Plan-Ist-Abweichungen ergab sich kein Hinweis auf eine unsystematische Planung, wie im Bewertungsgutachten dargestellt wurde, dessen Ergebnis hierzu insbesondere die Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung bestätigen konnten. Abweichungen zwischen den Plan- und Ist-Ergebnissen im Geschäftsjahr 2006 beruhen danach nicht auf einer fehlerhaften Planungssystematik, sondern im Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen aus dem Bereich der Asset Management-Aktivitäten. Bei dem originären Zinsgeschäft und den Provisionsüberschüssen als den wesentlichen Ergebnistreibern, die mit rund 82,3 % den Großteil der erzielten operativen Erträge ausmachen, war bei den Überschüssen aus dem originären Zinsgeschäft eine Planüberschreitung um € 184 Mio. oder 6,2 % zu verzeichnen, während bei den Provisionsüberschüssen die Planzahlen um € 147 Mio. oder 7,7 % verfehlt wurden. Diese Planabweichungen können nicht als signifikant bezeichnet werden, nachdem jede Planung eine in die Zukunft gerichtete Prognose darstellt. Bei den Verwaltungsaufwendungen betrug die Abweichung 1,3 % im Sinne einer Planunterschreitung. Auch dieser niedrige Wert spricht dafür, dass die Planung der Gesellschaft auf einer systematischen Grundlage beruhte.

Die Kammer vermochte auch keinen Anhaltspunkt dafür zu gewinnen, die Planung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 stelle sich als unzulässige Anlassplanung dar, selbst wenn die Antragsgegnerin eine Strategie für den Gesamtkonzern vorgegeben hat. Die Planung der Detailplanungsphase zeigt nämlich, was auch die Sachverständigen

und in ihren Gutachten bestätigt haben, dass gerade im Bereich Privat- und Geschäftskunden von einem deutlichen Anstieg der zinsunabhängigen Erträge mit einem Schwerpunkt bei den Provisionserträgen ausgegangen wird. Die Abfindungsprüfer haben in ihrem Prüfungsbericht darauf hingewiesen, dass die Wachstumserwartungen der Gesellschaft für die Ergebnisse der Jahre 2007 bis 2009 über denen der Analysten für die Peer Group-Unternehmen lagen. Aus dieser Erkenntnis kann dann aber auch der Schluss gezogen werden, dass die Antragsgegnerin keinen Einfluss der Gestalt genommen hat, es möge eine für die Minderheitsaktionäre ungünstige Planung erstellt werden.

(2) Allein die Tatsache, dass die Planungsabläufe angesichts des Übertragungsverlangens der Antragsgegnerin zeitlich vorverlegt wurden, lässt einen Rückschluss auf eine unzulässige Anlassplanung nicht zu. Zwar muss davon ausgegangen werden, dass ausschließlich zu Bewertungszwecken außerhalb des regulären Planungsprozesses erstellte Sonderplanungen kritisch zu hinterfragen sind (vgl. OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f. = Der Konzern 2015, 550, 553; OLG Frankfurt Der Konzern 2018, 74, 76; OLG Karlsruhe, AG 2016, 672, 674; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, 5. Aufl., Anh. § 305 Rdn. 27 b). Von einer solchen Situation kann vorliegend jedoch nicht ausgegangen werden. Die gesetzlich bestellten Prüfer verwiesen auf einen gut eingespielten Planungsprozess bei der Gesellschaft hin, wobei sie auch die Planungsabläufe im Planungsprozess 2007 hinterfragt haben.

erläuterte im Rahmen ihrer Anhörung, dass die ihnen zu Beginn der Prüfungsarbeiten vorgelegte Budgetplanung 2007 im Dezember 2006 verabschiedet worden war, was auch dem Planungszyklus bei der HypoVereinsbank entsprach. Dann aber kam es gerade zu keinen strukturellen Veränderungen im Planungsprozess. Lediglich zeitlich wurde die nach dem üblichen Verlauf für Juni 2007 zu erstellende Mehrjahresplanung für 2008 und 2009 vorverlegt. Dies war indes erforderlich, um in die Mehrjahresplanung auch die Ist-Zahlen zumindest

des ersten Quartals 2007 einschließlich der zum Stichtagsgespräch vorliegenden Zahlen für Mai 2007 einfließen zu lassen.

Der von den Prüfern vorgenommene Abgleich der Ist-Zahlen des ersten Quartals 2007 mit den geplanten Ergebnissen spricht gleichfalls gegen eine fehlerhafte Anlassplanung. Dabei kam es zu Abweichungen in beide Richtungen. So lag der Investmentbanking-Bereich leicht über dem Budget; ebenso lief der Bereich Private Equity im ersten Quartal besser als erwartet. Demgegenüber lag das Retail Banking leicht unter den Planerwartungen. Gerade bei den Abweichungen im Zinsergebnis erklären sich diese Unterschiede zwischen Plan- und Ist-Ergebnissen durch methodische Überlegungen. Die Planung enthielt beim Zinsergebnis noch die Zinsen aus der Bank Austria Creditanstalt, während diese bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens bereinigt werden mussten, nachdem der aus der Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt zufließende Erlös als Sonderwert in die Unternehmensbewertung einfloss, woraus sich ebenso die aus nicht wiederholbaren Einzeleffekten im Bereich privat equity Abweichungen erklären lassen, ohne dass dies die Planzahlen infrage stellen könnte.

(3) Der Planungssystematik lässt sich nicht entgegenhalten, dass es keine integrierte Planung mit Planergebnis, Planbilanz und Plan-Cash-Flow-Rechnungen gab. Dieses Vorgehen einer integrierten Planung soll sicherstellen, dass die Ergebnisse der Bilanz- und der Ergebnisplanung aufeinander abgestimmt sind, wobei dies vor allem für Dienstleistungs- und Industrieunternehmen gilt. Demgegenüber ist bei der Bankenplanung die Ergebnisplanung mit dem Zinsergebnis oder dem Cash-Flow nicht so stark im Fokus. Vielmehr kommt es entscheidend auf die Ergebnisplanung mit dem Zinsergebnis an, die auf die Planung der Kredit- und Einlagenbestände Bezug nehmen muss. Dabei wurde sachgerecht die Marktzinsmethode angewandt, bei der primär die jeweiligen Produktvolumina – also Kredit- bzw. Einlagevolumen – sowie Zinsmargen geplant werden. Zusätzlich existiert daneben die Planung der risikogewichteten Aktiva wie auch des aufsichtsrechtlich geforderten Kern- bez. haftenden Eigenkapitals. Demzufolge bedarf es einer

konsistenten Planung, die vorliegend aus den nachstehend dargestellten Gründen bei der HypoVereinsbank vorlag.

b. Die Erlösplanung erfolgte plausibel, weshalb insoweit hier keine Anpassungen erfolgen können.

(1) Die Umsatzerlöse in den einzelnen Divisionen weisen erhebliche Steigerungsraten auf.

(a) In der Division Privat- und Geschäftskunden steigen die operativen Erträge aus Zinsüberschuss und aus zinsunabhängigen Erträgen im Geschäftsjahr 2007 von € 1.729 Mio. auf € 1.959 Mio. oder 13,3 % im Geschäftsjahr 2008 auf € 2.112 Mio. oder um 7,8 % sowie im Geschäftsjahr 2009 um weitere 4,2 %, wobei das Wachstum namentlich durch die zinsunabhängigen Erträge getrieben wird, bei denen ein jährliches Durchschnittswachstum von 16,4 % erwartet wird.

(b) Auch in der Division Wealth Management geht die Planung im Bereich der zinsunabhängigen Erträge, zu denen vor allem die Provisionsüberschüsse gehören, von einer durchschnittlichen Steigerung des Provisionsüberschusses von 13,7 % p.a. aus. Diese Rate liegt über den Erwartungen des Gesamtmarktes I, die entsprechend einer Untersuchung von Data Monitor ausweislich des insoweit nicht infrage zu stellenden Bewertungsgutachtens nur bei durchschnittlich 5,9% p.a. angenommen wurden. Insgesamt steigen die operativen Erträge in dieser Division von € 435 Mio. am Ende des Vergangenheitszeitraums auf € 804 Mio. zum Ende der Phase I, mithin um nahezu 38,9 %.

(c) Ebenso weist die Planung für den Bereich Markets & Investment Banking einen Anstieg der operativen Erträge von € 2.278 Mio. im Geschäftsjahr 2006 über € 2.474 Mio., € 2.698 Mio. und € 2.927 Mio. bis in das Geschäftsjahr 2009 aus, was einem Anstieg

um insgesamt 28,5 % und einer durchschnittlichen Steigerungsrate pro Jahr von 8,7 % entspricht. Diese Entwicklung der Division steht im Einklang mit dem Branchentrend, wie ihn Analysten aus den erwarteten Steigerungsraten der operativen Erträge anderer Investmentbanken ableiteten.

(d) Die zusammengefassten operativen Erträge der Division Firmen- und Kommerzielle Immobilienkunden sollen von 1.302 Mio. im Jahr 2.006 auf € 1532 Mio. im Jahr 2009 anwachsen, woraus sich ein CAGR von 5,6% ergibt.

(2) Kein Korrekturbedarf besteht auch bei den Planannahmen im zusammengefassten Ergebnis der Divisionen. Dies ergibt sich namentlich nicht aus der Überlegung, dass in der Entwicklung des zweiten zum dritten Quartal des Jahres 2008 bei steigenden Kreditvolumina von stabilen Nettomargen ausgegangen wird. Die Planungsrechnung der Gesellschaft geht für das Jahr 2008 in der Division Firmen- und kommerzielle Immobilienkunden sowie Privat- und Geschäftskunden von steigenden durchschnittlichen (aktivischen) Zinsmargen und von steigenden Kreditvolumina aus. Demgegenüber wurden im dritten Quartal 2008 stabile Zinsmargen bei leicht steigendem Kreditvolumina realisiert, was auch für das vierte Quartal festzustellen war. Danach kann aber nicht davon ausgegangen werden, aus der Planverfehlung ergäbe sich eine zum Nachteil der Antragsteller zu pessimistische Planung. Abgesehen davon verwiesen die gerichtlich bestellten Sachverständigen in ihrem Gutachten zutreffend darauf, dass allgemein aus einer ex post-Planabweichung kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planung gezogen werden dürfe. Dies wird besonders auch dadurch bestätigt, dass im vierten Quartal eine gegenläufige Entwicklung zu beobachten war. Im Kreditgeschäft entwickelten sich die Margen stabil bei gleichzeitig stabilen Volumina, während die Margen im Einlagengeschäft bei gleichzeitig sinkenden Volumina stiegen. Dann aber kann aus den Ist-Ergebnissen kein Rückschluss in Richtung auf einen längerfristigen Trend gezogen werden, nachdem auch der

herangezogene Betrachtungszeitraum zu kurz ist, worauf in dem Gutachten vom 2.10.2017 überzeugend hingewiesen wurde.

(3) Beim Zinsergebnis wurden für das Planjahr 2007 vertrags- und damit sachgerecht Verzinsungen aus dem Kaufpreis der Bank Austria Creditanstalt sowie der weiteren osteuropäischen Tochtergesellschaften mit dem vertraglich vorgesehenen Zinssatz bis zum Vollzugstag, der vereinfachend auf den 9.1.2007 angesetzt wurde, mit dem Ein-Monats-Euribor angenommen. Dieser lag nach den Feststellungen der Sachverständigen im Durschnitt bei 3,74 %, woraus sich dann ein Wert von € 105 Mio. errechnete. Soweit im Geschäftsbericht des HypoVereinsbank-Konzerns für das Jahr 2007 ein Zinszufluss von lediglich € 93 Mio. angesetzt wurde, kann daraus keinesfalls die offensichtliche Unplausibilität der von geplanten Kaufpreisverzinsung abgeleitet werden. Eine Aufzinsung vom 25.10.2006 bis zum Stichtag der Hauptversammlung zu den Eigenkapitalkosten der Bank Austria Creditanstalt kann nicht als plausibel bezeichnet werden. Die Kaufpreisforderung der HypoVereinsbank gegen die Antragsgegnerin muss nämlich entsprechend den vertraglichen Vereinbarungen bis zum jeweiligen Vollzug mit dem Ein-Monats-Euribor angesetzt werden.

(4) Soweit vereinzelt geltend gemacht wurde, der Wert der Beteiligung der HypoVereinsbank AG an der Financial Markets Services GmbH sei im Übertragungsbericht auf € 0,-- abgeschrieben worden, lässt sich damit die Fehlerhaftigkeit der Unternehmensbewertung nicht begründen. Diese Rüge übersieht nämlich, dass das Bewertungsgutachten die Auswirkungen des geplanten Verkaufs auf Aufwendungen und Erträge tatsächlich in der Planung berücksichtigte. Der voraussichtliche Veräußerungsgewinn wurde im Rahmen der Eigenmittelausstattung als Eigenkapitalbestandteil angesetzt. Auch der Verkauf der Indexchange Investment AG floss in das freie Kapital ein, wie insbesondere auch dem Bewertungsgutachten von zu entnehmen ist, weil sich das freie Kapital nicht nur aus den Veräußerungserlösen der Bank

Austria Creditanstalt und des Osteuropa-Geschäfts zusammensetzt. Da die Aufwendungen und Erträge nach dem Verkauf nicht mehr zur Verfügung stehen, war es sachgerecht, wenn seitens der Wirtschaftsprüfer von I] eine entsprechende Anpassung der Planannahmen im Finanzanlageergebnis vorgenommen wurde.

c. Bei der Planung der Verwaltungsaufwendungen sind keine Veränderungen veranlasst.

(1) Dies gilt namentlich für die Personalkosten. Dabei berücksichtigt die Planung das im November 2004 eingeführte Effizienzsteigerungsprogramm PRO. Ein höheres Ergebnis vor Steuern ab dem Jahr 2008 kann daraus nicht abgeleitet werden, weil dieses Programm mit seinen Auswirkungen auf die Kosten in der Planung hinreichend abgebildet wurde.

(a) Der Personalbestand der HypoVereinsbank reduzierte sich nach den Erkenntnissen der Sachverständigen im Geschäftsjahr 2006 gegenüber dem Vorjahr aufgrund von PRO wie auch der Integration in die Gruppe der Antragsgegnerin um 1.615 Vollzeitäquivalente, während der Personalaufwand um rund € 25 Mio. gegenüber der Vorperiode anstieg. Bereits diese Entwicklung macht deutlich, dass vereinfachte Hochrechnungen des Personalaufwandes auf Basis des Personalbestandes nicht zwingend sachgerechte Ergebnisse liefern können. Weiterhin verwiesen und darauf, dass die Restrukturierungsrückstellungen aus PRO im Wesentlichen in den Geschäftsjahren 2005 und 2006 verbraucht wurden, weshalb es zumindest als naheliegend angesehen werden muss, dass auch das entsprechende Einsparpotential in Höhe von etwa € 280 Mio. zu einem großen Teil bereits in diesem Zeitraum realisiert werden konnte. Aus entsprechenden internen Unterlagen der Gesellschaft bestätigte sich dieses Ergebnis. Öffentlich verfügbare Informationen stehen auch in Einklang mit Auszügen aus

entsprechenden Vorstandsprotokollen und belegen, dass PRO bereits Ende 2006 so weit umgesetzt war, dass weitere wesentliche Verringerungen des Personal- oder Verwaltungsaufwandes nicht mehr zu erwarten waren. Ende 2006 wurde das Stellenabbaupotential aus PRO mit 1.942 Vollzeitäquivalenten angegeben. Ein Widerspruch zu dem bisher kommunizierten Wert von 2.100 bis 2.400 Vollzeitstellen und einer vergleichsweise geringen Minderung des Personalaufwands kann daraus indes nicht abgeleitet werden. Mit Vorstandsbeschluss vom 30.1.2006 – also während der Durchführung der aus PRO resultierenden Personalabbaumaßnahmen – erfolgte nämlich gleichzeitig ein Aufbau von 500 Vollzeitarbeitskräften. Eine zusätzliche Berücksichtigung von 1.800 Stellen durch die Integration der HypoVereinsbank in die Unternehmensgruppe der Antragsgegnerin ist nicht sachgerecht, weil es hier am unmittelbaren Bezug zu PRO fehlt.

Die Ausführungen zum Abbau von 1.942 Vollzeitstellen aus dem Managementreport vom 14.6.2007 bedeuten auch keine signifikante Abweichung vom bisher kommunizierten Wert von 2.200 bis 2.400 Stellen. Der Wert von 2.200 bis 2.400 Stellen wird nämlich in Einklang zu bringen sein mit 1.942 Vollzeitstellen. Zudem lassen diese Überlegungen keinen Schluss auf den Unternehmenswert zu, weil mit ihnen dargelegt werden sollte, warum die Sachverständigen und die Alternativberechnungen im Privatgutachten von FIDES als nicht mehr plausibel einstuften.

Der Endbericht PRO vom 14.6.2007 führt aus, dass bereits bis November 2006 ein Einsparpotential von rund € 244 Mio. realisiert war, weil alle Maßnahmen der Gesellschaft abgeschlossen waren, um entweder unmittelbar oder spätestens in künftigen Jahren geringere Aufwendungen im Personalbereich, aber auch beim sonstigen Verwaltungsaufwand tätigen zu müssen. Verbleibende Einsparmaßnahmen sollten bis Ende 2007 abgeschlossen werden. Der Personalabbau sollte dabei schrittweise

erfolgen, wobei etwa € 20 Mio. des verbleibenden Einsparpotentials erst im Geschäftsjahr 2008 und später Wirkung entfalten sollten. Von diesem Betrag wiederum standen rund € 14 Mio. im Zusammenhang mit dem geplanten Verkauf der Financial Markets Service Bank, München, wobei diese Maßnahme sowohl nach den Erkenntnissen der Bewertungsgutachter wie auch der gerichtlich bestellten Sachverständigen in die Planungsrechnung einfloss. Diese hatten keinerlei Erkenntnisse gewonnen, dass Einsparmaßnahmen, die im Februar 2007 als realisiert galten, also spätestens in künftigen Perioden zu geringeren Verwaltungsaufwänden führen sollten, in der Planung des Vorstandes der Gesellschaft nicht enthalten gewesen sein könnten. Soweit in einem Privatgutachten von FIDES eine Alternativplanung für die Jahre 2008 und 2009 eine deutlich höhere Reduktion des Verwaltungsaufwandes um € 367 Mio., bzw. € 409 Mio. ermittelt wurde, vermag dies die Plausibilität der Planannahmen der Gesellschaft nicht infrage zu stellen. Die Unterschiede ergeben sich gerade nicht aus dem Restrukturierungsprogramm PRO, sondern beruhen auf der Annahme zusätzlichen Einsparpotentials aus dem weiteren Restrukturierungsprogramm Delivery on Restructuring sowie auf zusätzlichen Kostensynergien. Allerdings führen die Annahmen der Privatgutachter in ihren Auswirkungen zu einer nicht mehr plausiblen Cost-Income-Ratio von 54 % im Planjahr 2008, von 50,9% im Planjahr 2009 sowie im Terminal Value von 49,6 %. Damit aber würde die Cost-Income-Ratio, die ausdrückt, welcher Anteil der operativen Erträge als Summe aus Zinsüberschuss vor Kreditrisiken, Provisionsüberschuss und Handelsergebnis für Verwaltungsaufwendungen aufgewandt werden muss, namentlich im letzten Planjahr sowie auch in der Ewigen Rente 1,0, 4,1 bzw. 5,4 Prozentpunkte unterhalb der Zielvorgaben der Antragsgegnerin von 55 % aus der Präsentation für den Capital Markets Day vom Juli 2006 mit seiner Prognose für das Jahr 2008 liegen. Dieser Wert von 55 % berücksichtigt bereits die erfolgreiche Integration der HypoVereinsbank in die

Gruppe. Wenn aber die Cost-Income-Ratio aus der Alternativplanung von FIDES diese Zielmarke deutlich unterschreitet und in Widerspruch zu den öffentlich kommunizierten Zielen der HypoVereinsbank bzw. der Antragsgegnerin steht, kann den Berechnungen des Privatgutachtens jedenfalls keine so hohe Plausibilität beigemessen werden, als dass die originäre Planung der Gesellschaft als unplausibel zu verwerfen sein könnte. Dieser Ansatz aus dem Privatgutachten würde – wenn überhaupt – eine plausible Planung allenfalls durch eine andere plausible Planung ersetzen, zumal die FIDES-Planung keinesfalls auf überlegenen Erkenntnismöglichkeiten aus den Unterlagen der Gesellschaft beruhen kann. Zudem leitet FIDES seine Annahmen aus Zielwerten der Antragsgegnerin ab, die zudem mit den Jahren 2005 bis 2008 andere Zeitpunkte und Zeitspannen umfassen.

(b) Die Annahmen der Alternativplanung mit einem ratierlichen Personalabbau im zweiten bis vierten Quartal 2006 lassen sich auch nicht anhand der Ist-Zahlen plausibilisieren. Wäre dieser Ansatz vollständig zutreffend, müssten die Personalaufwendungen zum Ende des 1. Quartals 2007 im Vergleich zum selben Vorjahreszeitraum aufgrund von PRO zurückgegangen sein. Ein Vergleich der Personalaufwendungen zu diesen Zeitpunkten zeigt indes, dass die Personalkosten jeweils konstant € 571 Mio. betrugen und auch die sonstigen Verwaltungsaufwendungen mit € 320 Mio. nach € 318 Mio. im ersten Quartal des Jahres 2006 nahezu konstant blieben. Dabei übersehen die Sachverständigen und auch nicht die Beeinflussung der Zahlen des 1. Quartals 2007 durch Sondereffekte wie Rückstellungen für Bonuszahlen vor allem in der Division Markets & Investment Banking oder die Erhöhung der Mehrwertsteuer für das gesamte Jahr 2007 von 16 % auf 19 % mit einem Absinken des Ist-Personalaufwandes im gesamten Jahr 2007. Aus der Entwicklung des tatsächlichen Personalaufwandes kann nicht auf die fehlende Plausibilität der Planung geschlossen werden. In den

Divisionen, in denen, wie im Privat- und Firmenkundenbereich sowie bei Markets & Investment Banking hohe erfolgsabhängige Vergütungen anfallen, wurden offensichtlich die jeweiligen Ziele nicht erreicht. Im Bereich Privat- und Geschäftskunden waren angesichts der Umstellung des Vergütungssystems auf höhere variable Vergütungsbestandteile höhere Personalaufwendungen in allen Planjahren anzusetzen. Trotz Zielverfehlung des operativen Ergebnisses im Geschäftsjahr 2007 um rund € 81 Mio. oder - 17,8% wurde die Entwicklung der Division im Geschäftsbericht für das Jahr 2007 als sehr erfolgreich beschrieben, was jedenfalls nicht für eine zu pessimistische Planung dieser Division spricht. Der Rückgang der Personalaufwendungen im zweiten Halbjahr 2007 wie auch im Geschäftsjahr 2008 beruht auf den niedrigeren Aufwendungen für erfolgsabhängige Bonuszahlungen, worauf auch der Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2008 hingewiesen hat. Dort wird indes auch die Reduzierung des Personalbestandes dargestellt. Daraus kann dann aber durchaus die Schlussfolgerung gezogen werden, dass der Rückgang des Personalaufwandes im Jahr 2007 auf dem Ausscheiden eines Großteils der betroffenen Mitarbeiter in diesem Geschäftsjahr beruht. Demgemäß zeigt dies aber gleichzeitig, dass das Restrukturierungsprogramm PRO hinreichend in die Unternehmensplanung der HypoVereinsbank eingeflossen ist. Diese Erkenntnis steht auch in Einklang mit den Ausführungen im Geschäftsbericht des Jahres 2004, wo es heißt, € 55 Mio. würden sich bereits 2005 positiv auswirken, mehr als 60 % des Gesamtpotentials würden 2006 ergebniswirksam werden und die volle Ergebniswirkung ab 2007 sichtbar sein. Dies steht im Kern in Einklang mit der Formulierung im Geschäftsbericht 2005, das Ende 2004 gestartete Effizienzsteigerungsprogramm PRO werde weiterhin planmäßig umgesetzt.

Ebenso muss bei der Beurteilung des Privatgutachtens gesehen werden, dass das Investmentbanking der UBM als Sonderwert angesetzt wurde und nicht in der Planung der HypoVereinsbank

enthalten war. Aus dem Sacheinlagebericht ergibt sich in diesem Zusammenhang, dass hier ein Personalaufwand in Höhe von € 220 Mio. geplant war, wovon 3/4 auf die Gesellschaft entfallen waren. Auch dies zeigt in Übereinstimmung mit den Ausführungen von im Termin vom 10.11./11.11.2021, dass sich aus den Ist-Zahlen ein Rückschluss auf die fehlende Plausibilität verbietet.

(c) Eine Korrekturbedürftigkeit der Planung der Verwaltungsaufwendungen lässt sich auch nicht daraus ableiten, dass die geplanten Verwaltungsaufwendungen am Ende der Detailplanungsphase bzw. in der Ewigen Rente ab 2010 ff. den Ist-Wert 2006 deutlich um rund € 300 Mio. übersteigen sollen und der Ist-Wert des Jahres 2010 sogar um mehr als € 408 Mio. übertroffen werden soll, während die Ansätze der Alternativplanung von FIDES entsprechend der Realität eine leicht fallende Tendenz auswiesen. Dem steht nämlich entgegen, dass die Ist-Werte 2009/2010 nicht mit den Planzahlen zum Stichtag der Hauptversammlung verglichen werden können. Zum einen ist die Umstrukturierung der Gesellschaft zu beachten – der Kaufpries für die Bank Austria Creditanstalt, die Einbringung von UBM als Sacheinlage in die HypoVereinsbank, die bewertungstechnisch als Sonderwert berücksichtigt wurde, weitere Veränderungen beim Investmentbanking, wo nach dem Stichtag 700 Stellen abgebaut wurden. Zum anderen war die Gesellschaft seit 2008 und vor allem im Geschäftsjahr 2009 von den Verwerfungen an den Aktienmärkten hart getroffen. Daher kann aus der Abweichung der Plan- von den Ist-Werten die fehlende Plausibilität nicht begründet werden.

(d) Die Unvertretbarkeit des Ansatzes der Personalaufwendungen kann nicht aus einem Vergleich des Anstiegs der Personalkosten in der Division Markets & Investment Banking von € 522 auf € 611 Mio. und dem Abbau von 1.800 Stellen aus der Integration in die Antragsgegnerin sowie den beiden Effizienzsteigerungs-

programmen PRO und Delivery on Restructuring mit einem weiteren Abbau von 2.100 bzw. 2.500 Stellen und einer damit verbundenen Reduzierung der Personalkosten um € 640 Mio. bzw. € 572 Mio. bei lediglich € 80.000,-- statt € 100.000,-- je Stelle abgeleitet werden, auch wenn die Sachverständigen über keine Unterlagen dazu verfügten, wie die gegenläufigen Effekte konkret berücksichtigt wurden. Bei der Beurteilung der Plausibilität der entsprechenden Planansätze kommt es nämlich ganz entscheidend darauf an, dass die Verwaltungsaufwendungen insgesamt für die Jahre 2005 bis 2008 um 1,3 % und die Personalaufwendungen um durchschnittlich 1,9 % pro Jahr ansteigen sollen, während die Erträge nach den Planannahmen im selben Zeitraum eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 9,3 % aufweisen. Damit aber kommt es in der Phase I nach der Planung der Gesellschaft zu einer deutlichen Verbesserung sowohl der Cost-Income-Ratio als auch der Eigenkapitalrendite. Folglich zeigt sich im Verlauf der Detailplanungsphase eine deutliche Verbesserung der wirtschaftlichen Effizienz der Gesellschaft und der Ertragslage. Mit dem Programm PRO sollten 3.900 Stellen abgebaut werden, wie den von den Sachverständigen analysierten Unterlagen zu entnehmen war; die sich auch mit den von ihnen eingesehenen Aufsichtsratsprotokollen decken. Dieser Personalabbau muss als einer der zentralen Gründe für die soeben beschriebene positive Ergebnisentwicklung angesehen werden. In Übereinstimmung mit den Ausführungen der Sachverständigen hat die Kammer angesichts dessen keinen Zweifel, dass die entsprechenden Planannahmen zur Entwicklung der Personalaufwendungen plausibel sind, ohne dass eine konkrete Gegenrechnung der gegenläufigen Effekte zur Beurteilung der Planung zwingend erforderlich gewesen wäre. Angesichts dessen ist die Kammer auch davon überzeugt, dass die Auswirkungen von PRO bereits im Planjahr 2007 in die Planung eingeflossen sind und auch in 2008 berücksichtigt wurden. In der Planung

abgebildet ist auch der sich aus der Integration in die Antragsgegnerin ergebene Stellenabbau.

(e) Ebenso wenig ergibt sich die mangelnde Plausibilität aus der seitens der Antragsteller vorgebrachten Überlegung, die Cost-Income-Ratio von 55 % stehe im Widerspruch zu den Zielvorgaben aus der Präsentation der Antragsgegnerin zum Capital Markets Day des Jahres 2006. Dieser Wert bezog sich nämlich auf die HypoVereinsbank (alt), mithin unter Einschluss der Bank Austria Creditanstalt wie auch des übrigen Osteuropa-Geschäftes. Das gesamte Osteuropa-Geschäft hatte eine Cost-Income-Ratio von deutlich unter 55 %. Im Geschäftsbericht 2006 war für die umstrukturierte HypoVereinsbank eine Cost-Income-Ratio von 74,5 % im Geschäftsjahr 2006 genannt, wobei dieser Wert in der Folgezeit deutlich absinken sollte. Eine fehlerhafte Planung kann daraus jedoch nicht abgeleitet werden, auch wenn es bei der Ermittlung der Zahl Unschärfen gegeben haben sollte, wie die gerichtlich bestellten Sachverständigen erläuterten. Angesichts dessen besteht für die Kammer kein Zweifel, dass die Auswirkungen von PRO bereits im Jahr 2007 in die Planung eingeflossen sind und auch im Jahr 2008 berücksichtigt wurden. Ebenso haben die Sachverständigen auf den sich in der Planung abbildenden Stellenabbau aus der Integration der HypoVereinsbank in die Antragsgegnerin hingewiesen.

(f) Da das Restrukturierungsprogramm PRO ausreichend in die Planungsrechnung eingeflossen ist, kann aus der korrigierten Annahme der Sachverständigen im ersten Ergänzungsgutachten, ein Teil des Stellenabbaus entfalle auf den gesamten HypoVereinsbank-Konzern einschließlich Bank Austria Creditanstalt nicht auf die Fehlerhaftigkeit der Gutachten geschlossen werden. Diese nicht zutreffende Annahme beruhte nach den Ausführungen im Ergänzungsgutachten auf einer Missinterpretation einer Aussage aus dem Vorstandsprotokoll vom 12.7.2006.

(2) Das zusätzlich eingeführte Effizienzsteigerungsprogramm Delivery on Restructuring mit einem Abbau weiterer 2.500 Stellen konnte dabei in der Planung zum Stichtag der Hauptversammlung nicht berücksichtigt werden, weil dessen Berücksichtigung gegen die Grundsätze der Wurzeltheorie verstoßen würde. Das Unternehmen ist in dem Zustand zu betrachten, „wie es am Stichtag steht und liegt". Spätere Entwicklungen dürfen somit nur berücksichtigt werden, wenn sie am Stichtag bereits in der Wurzel angelegt waren, wenn deren Verursachung also in die Zeit vor dem Bewertungsstichtag fällt und zu diesem Zeitpunkt bereits mit genügend hoher Wahrscheinlichkeit vorauszusehen war (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; NZG 2022, 362, 366; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az: 5 HK O 5884/20; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 11; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S.352; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315).

Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass dieses weitere Effizienzsteigerungsprogramm bereits hinreichend absehbar oder gar bereits vom Vorstand vor der Finanzkrise beschlossen gewesen sein könnte. Der Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2007 weist im G+V-Posten „Aufwendungen für Restrukturierungen" einen Auflösungssaldo in Höhe von € 13 Mio. aus, der sich einerseits aus Aufwendungen für bereits im Geschäftsjahr 2007 eingeleitete Restrukturierungsmaßnahmen in Höhe von € 27 Mio. in der Division Markets &

Investment Banking sowie von € 12 Mio. im Bereich Group Corporation Governments und andererseits aus der Auflösung von in den Vorjahren gebildeten Restrukturierungsrückstellungen im Bereich im Bereich Group Corporate Governments in Höhe von € 61 Mio. ergab, wovon € 23 Mio. auf das Restrukturierungsprogramm PRO entfielen. Dies zeigt, dass Delivery on Restructuring zum Zeitpunkt der Hauptversammlung noch nicht beschlossen worden sein kann. Selbst das Privatgutachten von FIDES geht von der Annahme aus, ein Personalabbau von rund 2.200 bis 2.400 Stellen erfordere Restrukturierungsrückstellungen in einem Umfang von rund € 300 Mio. Der Geschäftsbericht 2007 verweist demgegenüber auf neu gebildete Restrukturierungsrückstellungen von lediglich € 39 Mio., die zudem überkompensiert wurden. Allein daraus ergibt sich bereits, dass das Programm Delivery on Restructuring zum 27.6.2007 noch nicht beschlossen gewesen sein kann. Dies steht auch in Einklang mit dem Geschäftsbericht für das Jahr 2008, wenn dort auf Seite 36 ausgeführt wird, seit Ende 2007 sei bereits ein Abbau von über 1.000 Stellen realisiert worden. Die Mehrjahresplanung war bereits im März 2007 durch den Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat gebilligt worden. Vor allem aber zeigen die von den Sachverständigen eingesehenen Vorstandsprotokolle aus dem Zeitraum vom 23.4.2008 bis zum 11.6.2010, dass dieses Programm erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung eingeleitet worden sein muss. Namentlich die Protokollauszüge vom 10.12.2008 belegen, dass der Mitarbeiterabbau ab Ende 2007 im Rahmen der natürlichen Mitarbeiterfluktuation erfolgen sollte. Bei einer Vorstandssitzung am 23.4.2008 wurde über ein Gespräch mit Herrn De Marchis über die Mehrjahresplanung berichtet. Dabei ging es um das reduzierte Budget für 2008 als Basis für die Budgets der Jahre 2009 und 2010, wobei erst vor diesem Hintergrund auch über einen Personalabbau nachzudenken sein werde. Diese Passage macht deutlich, dass das Ziel eines Abbaus von 2.500 Stellen durch Delivery on Restructuring erst deutlich nach dem Stichtag der Hauptversammlung vom 27.6.2007 konkretisiert wurde. Dies steht auch in Einklang mit der Presseerklärung der Gesellschaft vom 6.2.2009 (Anlage AG

90), in der auf eine seit Vorstellung des Drei-Jahres-Plans 2008 bis 2010 im Juni 2008 nochmals verschlechterte Lage hingewiesen wird und für die weiteren 1.500 noch abzubauenden Stellen ein Maßnahmepaket zur Erarbeitung einer sozialverträglichen Lösung mit den Arbeitnehmervertretern erarbeitet werden sollte. Dem lässt sich auch nicht der Q3-Report vom November 2007 entgegenhalten, auch wenn dort ausgeführt wird, der Einbruch der Immobilien im August 2007 bedeute den Beginn der Finanzmarktkrise. Der sehr viel aussagekräftigere Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2007 enthält demgegenüber keine Hinweise auf das Erfordernis eines nochmaligen zusätzlichen Restrukturierungsprogramms nach PRO. Vielmehr wird dort (noch) davon ausgegangen, die Gesellschaft werde von den durch die Subprime-Krise am amerikanischen Immobilienmarkt ausgelösten Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten samt deren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft nur in relativ geringem Maße betroffen. Dann aber ist der Rückschluss, das Programm Delivery on Restructuring müsse schon vor dem 27.6.2007 hinreichend konkret im Sinne der Wurzeltheorie beschlossen worden sein, nicht zu ziehen, weil nach der Einschätzung in dem erst am 10.3.2008 erstellten Geschäftsbericht eine zwingende Notwendigkeit zur Implementierung eines weiteren Effizienzsteigerungsprogramms mit erheblichen Einschnitten im Personalbestand nicht angezeigt war. Hierfür spricht weiterhin die tatsächliche Entwicklung der Personalkosten im Geschäftsjahr 2007, die im Vergleich zum Vorjahr um lediglich € 12 Mio. bei den Löhnen und Gehältern und insgesamt unter Einschluss der Aufwendungen für Altersvorsorge und Unterstützung um € 65 Mio. bei der HypoVereinsbank AG und um € 149 Mio. in der Konzern-G+V Rechnung zurückgingen.

(3) Die Aufwandsplanung mit einem Anstieg der Verwaltungsaufwendungen insgesamt um bis zu 4,5 % p.a. kann nicht als unplausibel eingestuft werden.

(a) Dies lässt einen Rückschluss aus dem nachhaltigen Ergebnis zu, wo von einer Cost-Income-Ratio ausgegangen wird, die entsprechend den nachfolgenden Ausführungen insbesondere unter B. II. 1. c. (3) (b) und f. (5) als sachgerecht bezeichnet werden muss. Geht man von diesem Verhältnis der Verwaltungsaufwendungen zum operativen Ertrag in der Ewigen Rente als angemessen aus, so erhielte man bessere Werte für die Detailplanungsphase nur dann, wenn die Cost-Income-Ratio in der Ewigen Rente unter 50 % bei deutlich höherer Eigenkapitalrentabilität läge. Dies kann als nicht realistisch eingestuft werden und stünde auch im Widerspruch zu den Annahmen einer Eigenkapitalrendite von 14,4 % im Terminal Value, wie noch bei der Ableitung der Ewigen Rente dargestellt werden wird.

(b) Ebenso wenig vermag die tatsächliche Entwicklung der Cost-Income-Ratio die Plausibilität der Planung infrage zu stellen. Im ersten Planjahr betrug diese im Ist 54,1 %, während sie im Jahr 2008 mit 87,9 % deutlich über dem Planwert von rund 59,6 % lag und damit viel schlechter war. Im letzten Planjahr 2009 betrug sie dagegen rund 50 % und war damit um rund 6,7 % über dem tatsächlich erzielten Ergebnis. Die weitere Entwicklung in den Jahren 2010 und 2011 zeigt ebenfalls eine sehr volatile Entwicklung mit Werten von 52,3 % bzw. 62,1 %, während der Ansatz im Terminal Value von 55,8 % zwischen diesen beiden Werten liegt. Gerade angesichts der Volatilität der Entwicklung verbietet sich ein Vergleich mit den Ist-Werten zu Plausibilisierungszwecken.

(c) Eine fehlerhafte und damit korrekturbedürftige Planung resultiert auch nicht aus der mit 55,4 % niedrigeren Cost-Income-Ratio der Antragsgegnerin. Wenn die einzelnen Planannahmen wie hier plausibel sind, so kann deren mangelnde Plausibilität nicht aus dem Vergleich mit einem anderen Unternehmen hergeleitet werden, selbst wenn dieses Unternehmen die Muttergesellschaft ist. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, infolge der

Bündelung des Investmentbanking bei der HypoVereinsbank (neu) müsse deren Cost-Income-Ratio deutlich niedriger liegen angesichts eines regelmäßig unter 50 % liegenden Wertes dieses Bereichs. Dem steht die separate Bewertung der Sacheinlage UBM als Sonderwert entgegen. Soweit sich daraus aber Synergien bei der HypoVereinsbank ergaben, wurden diese in der Planung berücksichtigt.

(d) Ein Widerspruch ergibt sich auch nicht zu der Kapitalmarktkommunikation der Gesellschaft über eine flache und keineswegs ansteigende Entwicklung der Verwaltungsaufwendungen. Die Planung der Verwaltungskosten entwickelt sich nämlich erkennbar unterproportional zu den Erträgen – bei den Verwaltungskosten ist von einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,3 % auszugehen, während die Erträge durchschnittlich um 9,3 % pro Jahr ansteigen sollen. Der Anstieg der Verwaltungsaufwendungen kann folglich durchaus als „flach" bezeichnet werden.

(4) Gleichfalls kein grundlegender Korrekturbedarf resultiert aus den Folgen der in der Planung angesetzten Verbesserung des Ratings von A auf AA- unter Berücksichtigung konzerninterner Vorgaben. Zwar wurde diese konzerninterne Vorgabe aus dem Sommer 2006 im Zeitpunkt der Verabschiedung der Planungsrechnung durch den Vorstand am 20.3.2007 noch nicht umgesetzt. Daher simulierten die Sachverständigen Pr und die Auswirkungen einer Ratingverbesserung auf die Planung, wobei auch die Refinanzierungskosten und die Zielkernkapitalquote entsprechend dem Rating von A geplant wurden, was indes nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung führen würde. Die Tatsache, dass eine Ratingverbesserung im Rahmen einer Gesamtbetrachtung zu einem niedrigeren Beta-Faktor mit sinkenden Kapitalkosten führt, ist dadurch hinreichend Rechnung getragen, dass vorliegend im Vergleich zu dem Bewertungsgutachten wie auch dem Prüfungsbericht von einem niedrigeren Beta-

Faktor von 1,0 entsprechend den Ausführungen unten unter B. II. 2. b. (2) (b) auszugehen ist, was sich dann ausgleichend zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt.

(5) Die Planung eines Gewinns von € 1.139 Mio. im Geschäftsjahr 2007 kann nicht allein aus der Erwägung heraus als unplausibel eingestuft werden, die Gesellschaft habe bereits im ersten Quartal des Jahres 49 % und im ersten Halbjahr bereits 92 % des Plangewinns erwirtschaftet. Dabei ergibt sich dies aus allgemeinen Erwägungen ebenso, wie aus der speziellen Situation der HypoVereinsbank.

(a) Die tatsächliche Entwicklung nach dem Bewertungsstichtag ist angesichts des Stichtagsprinzip für die fundamentalanalytische Ermittlung des Unternehmenswertes grundsätzlich irrrelevant. Folglich ist regelmäßig kein Plan-Ist-Vergleich anzustellen und die Unvertretbarkeit der Planung lässt sich nicht über das Argument einer vom Plan abweichenden tatsächlichen Entwicklung begründen. Eine abweichende Beurteilung ließe sich nur rechtfertigen, wenn spätere Entwicklungen im Sinne der Wurzeltheorie bereits angelegt gewesen wären (vgl. OLG Stuttgart, AG 2013, 724,727; NZG 2014, 140, 141 = AG 2014, 291, 295).

(b) Aber auch aus der konkreten Lage des Bewertungsobjektes lässt sich keine fehlende Plausibilität herleiten, auch wenn es in den beiden ersten Quartalen des Jahres 2007 zu Planüberschreitungen kam. Die Sachverständigen erläuterten in ihrem Ergänzungsgutachten vom 23.12.2021 überzeugend, die Überschreitungen im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2007 hätten ihre Ursache nach den von ihnen vorgenommenen notwendigen Bereinigungen im Wesentlichen in dem extrem volatilen und daher auch nur schwer planbaren Ergebnis der Division Markets & Investment Banking, wobei sie bei einer vereinfachenden Betrachtungsweise bei der Planung von einer ratierlichen, gleichmäßigen Ergebniserzielung von 25 % pro Quartal ausgingen. Auch

das Halbjahresergebnis unter Einschluss des zweiten Quartals erbrachte in dem Segment auch ohne Berücksichtigung der positiven Effekte aus der Sacheinlage der UBM eine überdurchschnittliche Abweichung. Vor dem Hintergrund, dass die Entwicklung im Segment Markets & Investment Banking durch außerordentliche Effekte und ein günstiges Kapitalmarktumfeld in der ersten Jahreshälfte 2007 geprägt war, kann aufgrund der bekanntermaßen hohen Volatilität der Erträge im Investmentbanking nicht zwingend auf ein Anpassungserfordernis geschlossen werden. Die Sachverständigen gewannen bei ihren Untersuchungen keine hinreichenden Erkenntnisse dafür, dass beispielsweise höhere Volumina im M & A-Geschäft zu erwarten gewesen wären, die eine dauerhafte Anpassung der Planung erforderlich gemacht hätten. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der sich bereits ab August 2007 anbahnenden Finanzmarktkrise.

Die Abfindungsprüfer hatten im Rahmen ihrer Anhörung darauf hingewiesen, im Rahmen der Stichtagserklärung und des Stichtagsgesprächs hätten ihnen die Zahlen für Mai 2007 vorgelegen, nicht jedoch die aktuellen Ist-Zahlen für Juni 2007. Aus diesen hätten sich Über-, aber auch Unterschreitungen ergeben, wobei sie diese auch hinterfragt hätten. Die zeitliche Vorgehensweise steht auch in Einklang mit den Erkenntnissen der Sachverständigen, die dem Aufsichtsratsprotokoll vom 4.7.2007 – also bereits nach der Hauptversammlung – das Fehlen belastbarer Zahlen für den Monat Juni 2007 entnahmen. Angesichts dessen war die weitere Entwicklung im ersten Halbjahr 2007 ab Mai 2007 noch nicht hinreichend klar absehbar. Zudem muss berücksichtigt werden, dass das operative Ergebnis der Gesellschaft bereits die Integration der UBM aufwies, die zu Bewertungszwecken als Sonderwert in den Unternehmenswert der HypoVereinsbank eingeflossen ist, weshalb bereits dieser Umstand die Vergleichbarkeit des Plan- mit dem Ist-Ergebnis deutlich erschwert und keinen zwingenden Rückschluss auf fehlende Plausibilität zulässt. Ebenso muss berücksichtigt werden, dass der Sachverständige

I im Rahmen seiner Anhörung auf die extreme Abhängigkeit vom Zeitpunkt der Zahlung beim Investmentbanking hinwies, weshalb es sehr wohl zu erheblichen Verschiebungen von Quartal zu Quartal kommen könne. Angesichts der ratierlichen Planung ist kaum vorhersehbar, in welchem Quartal Gewinne anfallen.

Auch bei einem Gesamtvergleich des Ist- Ergebnisses des Jahres 2007 mit einem Ergebnis vor Steuern von € 2.962 Mio. nach der Konzern-G+V-Rechnung muss gesehen werden, dass dieses die Integration der UBM zum Gegenstand hatte, die in der Planungsrechnung gerade nicht enthalten war, weshalb sich die Differenz deutlich verringert und kein Rückschluss auf eine fehlende Plausibilität gezogen werden kann.

(6) Eine Ergebnisverbesserung lässt sich in Phase I auch nicht durch Margenverbesserungen sowie höhere Provisions- und Handelserträge ohne Ausweitung des Kreditvolumens erwirtschaften.

(a) Aus der Detailplanung der risikogewichteten Aktiva auf Divisionsebene ergibt sich, dass im Zeitraum von 2005 bis 2008 das Wachstum der risikogewichteten Aktiva in den beiden Segmenten Privat- und Geschäftskunden sowie Firmen- und Kommerzielle Immobilienkunden konsolidiert rund 0,1% p.a. beträgt, während die operativen Erträge dieser beiden Divisionen um rund 6,1 % wachsen sollen. In dem Segment mit dem relativ stärksten Wachstum Markets & Investment Banking ohne UBM wachsen die risikogewichteten Aktiva um etwa 5,1 % jährlich, wobei diese Wachstumsrate deutlich geringer ausfällt als die operativen Erträge mit einem CAGR von 12,6 %. Diese Ansätze stehen allerdings nicht in Widerspruch zur Präsentation auf dem Capital-Market-Day vom 5.7.2006, der eine Verbesserung der Kennzahl operative Erträge zu risikogewichteten Aktiva um 0,8 Prozentpunkte anstrebt. Die der Bewertung zugrunde gelegte Planung sah nämlich eine Verbesserung dieser Kennzahl von 3,3 % im

Geschäftsjahr 2005 auf 4,3% im Geschäftsjahr 2008 vor. Bei einer Verbesserung um 1,0 Prozentpunkte lässt sich also ein Widerspruch zur Kapitalmarktpräsentation der Antragsgegnerin nicht feststellen.

(b) Ebenso bildet die Planungsrechnung den Ausbau des zinsunabhängigen Beratungs- und Provisionsgeschäftes ab. Die zinsunabhängigen Erträge sollen über alle Divisionen hinweg im Zeitraum von 2005 bis 2008 um 105,2 % von € 1606 Mio. auf € 3.625 Mio. steigen. Im Vergleich zum letzten Ist-Jahr 2006 beträgt die Steigerungsrate absolut immer noch € 1.184 Mio. oder 52,8%. Da eine kontinuierliche und nachhaltige Verbesserung der Erträge im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva bereits in der Planung enthalten ist, könnte eine Planung zusätzlicher Ergebnisbeiträge ohne Ausweitung der risikogewichteten Aktiva nicht mehr als plausibel angesehen werden. Die Planung berücksichtigt Margenverbesserungen ohne eine Ausweitung der risikogewichteten Aktiva, wie sich aus der Entwicklung des Verhältnisses der operativen Erträge zu den risikogewichteten Aktiva zeigt.

d. Bei den Planansätzen zur Kapitalausstattung sind angesichts ihrer Plausibilität keine Anpassungen vorzunehmen. Der Ansatz einer Kernkapitalquote von 6,8 %, bezogen auf die unter Einschluss hybriden Kernkapitals entsprechend den internen Vorgaben der Gesellschaft muss als angemessen bezeichnet werden.

(1) Soweit von Seiten der Antragsteller teilweise gefordert wird, es genüge die nach den bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben notwendige Mindestkernkapitalquote von 4 % insgesamt ebenso wie auch zum Erreichen der angestrebten Verbesserung des Ratings um zwei Stufen auf AA- bzw. Aa3, kann dem nicht gefolgt werden, auch wenn der angenommene Wert über der gesetzlich geforderten Mindestkernkapitalquote liegt. Würde diese Quote angesetzt, wäre die HypoVereinsbank in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Sachverständigen

nicht mehr wettbewerbsfähig. Die Kernkapitalquote hat nämlich ganz wesentlichen Einfluss auf die Bonitätsbeurteilung einer Bank, die wiederum durch Rating-Agenturen ermittelt wird. Dabei hat das Rating zentralen Einfluss auf die Refinanzierungsmöglichkeiten der Bank und ist ein wichtiger Indikator für Investoren auf den Kapitalmärkten. Folglich hat die Kernkapitalquote auch erheblichen Einfluss auf die Zinskonditionen der Bank im Rahmen ihrer Refinanzierung und steht im Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell. Demzufolge wäre auch die Unternehmensbewertung bei Absinken der Kernkapitalquote um 2,8 Prozentpunkte auf nur mehr 4 % nicht mehr konsistent.

Die angenommene Kernkapitalquote von 6,8 % liegt – wenn auch am unteren Rand – innerhalb der Bandbreite der von den Bewertungsgutachtern von] gebildeten Peer Group aus Deutscher Bank AG, Commerzbank AG, Royal Bank of Scotland plc., Société Generale S.A., BNP Paribas S.A. und der Antragsgegnerin, die Quoten zwischen 6,7% und 8,9% und eine Durchschnittsquote von 7,6% aufweisen, wobei keines dieser Vergleichsunternehmen ein schlechteres Rating als das erstrebte Rating von AA- bzw. Aa3 aufwies. Die Sachverständigen erweiterten die Peer Group um die UBS AG, Natixis S.A., SEB AB und die IKB Deutsche Industriebank AG, wobei die zuletzt genannte Bank von diesen vier Banken das schwächste Rating und die niedrigste Kernkapitalquote hatte.

Soweit geltend gemacht wurde, die Sachverständigen hätten es unterlassen, bei der Plausibilisierung auf Basis der durchschnittlichen Kernkapitalquoten gegebenenfalls abweichende regulatorische Rahmenbedingungen zu berücksichtigen und eine Analyse der Ertragskraft in Form von Margen vorzunehmen, kann daraus nicht auf die Fehlerhaftigkeit des Ergebnisses der Sachverständigen zur Plausibilität der Kernkapitalquote geschlossen werden. Diese zum Teil von den Antragstellern geforderte Untersuchung hätte keine ausreichende Aussagekraft insofern, als ein Zusammenhang zwischen Bruttozinsmarge und Rating aus offensichtlich verfügbaren Daten der Peer Group-Unternehmen nicht abzuleiten war. So blieb beispielsweise das

Rating bei der UBS AG mit AA+ und bei der IKB Deutsche Industriebank AG mit A+ über den gesamten Zeitraum von 1998 bis 2007 konstant, während sich die Bruttozinsmarge bei der UBS AG von 1998 bis 2003 zwischen 0,6 % und 0,9 % bewegte, um dann ab 2004 bis 2007 auf 0,2 % zu fallen. Bei der IKB Deutsche Industriebank AG schwankte die Bruttozinsmarge von 1998 bis 2004 zwischen 1,4 % und 1,3 %, während sie im Jahr 2005 und 2006 auf 1,1 % und 2007 auf – 1,1 % zurückging. Bei keinem der Peer Group-Unternehmen veränderte sich das Rating zwei Jahre hintereinander, weshalb keine eindeutige Anpassungsreaktionen wie beispielsweise eine gesteigerte Marge als Folge eines verbesserten Ratings zu beobachten waren. Für eine sichere Aussage einer Wechselwirkung zwischen Bruttozinsmarge und Kernkapitalquote ergeben sich aus den von ; und vorgenommenen Regressionsanalysen trotz eines schwach positiven Zusammenhangs aber keine hinreichenden Anhaltspunkte, weil ihr Ergebnis aufgrund einer zu geringen Zahl an Datenpunkten als nicht belastbar eingestuft werden muss. Eine Übertragung von Erkenntnissen aus der Analyse der Peer Group-Unternehmen auf die HypoVereinsbank ist demzufolge nicht möglich.

(2) Die Entlastung der Kapitalanforderungen durch Basel II wurde mit einem Wert von 3,1 % zutreffend angesetzt. Dabei musste namentlich keine Entlastung um 5,2 % erfolgen, weil dies nicht den spezifischen Gegebenheiten bei der HypoVereinsbank zum Stichtag der Bewertung entsprochen hätte. Die Gesellschaft durfte für die Eigenmittelunterlegung in Anwendung der ab dem 1.1.2007 gültigen SolVV eine Kapitalentlastung von 3,1 % zugrunde legen. Dabei konnte die HypoVereinsbank der Gruppe I entsprechend der Auswirkungsstudie der Deutschen Bundesbank vom Juni 2006 zugeordnet werden. Sie gehört damit zu einer Gruppe von insgesamt elf international agierenden deutschen Kreditinstituten mit einem Kernkapital von mindestens € 3 Mrd., bei der eine durchschnittliche Entlastung beim einfachen auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz) und von 5,2 % beim fortgeschrittenen IRB-Ansatz ermittelt wurde. Zum maßgeblichen Zeitpunkt

war die endgültige Abnahme der bankinternen Bewertungsmethodik der Gesellschaft durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht noch nicht abschlossen, weshalb auf Schätzungen zurückgegriffen werden musste. Deren Ergebnis ist mit den gerichtlich bestellten Sachverständigen als plausibel einzustufen, weshalb nur die individuell bei der Gesellschaft zu erwartenden konkreten Auswirkungen maßgelblich sein können. Die in der QIS 5-Studie angesetzten Prozentsätze repräsentieren den durchschnittlichen Entlastungsbetrag der untersuchten Banken sowohl für den einfachen IRB-Ansatz mit 1,0 % wie auch für den fortgeschrittenen IRB-Ansatz mit 5,2 % und stellen somit eine von den individuellen Auswirkungen der HypoVereinsbank losgelösten branchendurchschnittlichen Wert dar. Zudem ist mit den Sachverständigen zu berücksichtigen, dass mit der Einführung von Basel II die Eigenkapitalunterlegung für Kredite an ein Kundensegment im Gegensatz zu den Vorgängerregelungen aus Basel I nunmehr von der Bonität des Darlehensnehmers abhängt und sich insoweit konjunkturelle Phasen und Entwicklungen unmittelbar auf die Eigenmittelanforderungen auswirken. Angesichts des auf der plausiblen Einschätzung der Gesellschaft beruhenden Ansatzes einer Kapitalentlastung um 3,1 % ergibt sich dieser Wert gerade nicht aus einer pauschalen Mittelwertbildung aus einfachem und fortgeschrittenem IRB-Ansatz, sondern auf der Anwendung des fortgeschrittenen IRB-Ansatzes unter Berücksichtigung der Besonderheiten der Gesellschaft. Die Anwendung dieses Ansatzes ergibt sich dabei neben der insoweit bestätigenden Aussage von von im Termin vom 10.11./11.11.2021 insbesondere auch aus den Geschäftsberichten der Gesellschaft.

Die Einstufung der HypoVereinsbank in die Bankengruppe II mit einer mit 26,9% deutlich höher liegenden durchschnittlichen Eigenkapitalquote oder zumindest eine Ausrichtung nach dieser Gruppe war nicht veranlasst. Zum einen ist ungeachtet der stärkeren Fokussierung auf den deutschen Markt die Gesellschaft nicht mit den national ausgerichteten Sparkassen und Volksbanken zu vergleichen, nachdem gerade das Investmentbanking der HypoVereinsbank international

ausgerichtet ist und bleiben soll. Zum anderen verwies gerade die Deutsche Bundesbank zu der Bankengruppe 2 darauf, dass der Rückgang der Kapitalforderung im Wesentlichen auf den Daten von fünf Spezialbanken beruht, die indes nicht repräsentativ für die Gruppe 2-Banken sein dürften.

e. Die Ansätze in der Planung zu den risikogewichteten Aktiva müssen nicht verändert werden, weil diese als plausibel eingestuft werden müssen, wenn diese von € 150.076 Mio. im Geschäftsjahr 2007 auf € 157.190 Mio. im letzten Jahr der Phase I ansteigen sollen.

(1) Es kann dabei insbesondere kein Widerspruch zur öffentlichen Kommunikation der HypoVereinsbank bzw. der Antragsgegnerin angenommen werden. Ein solcher ergibt sich namentlich nicht aus der Präsentation zum Capital-Market-Day vom 5.7.2006. Dort wurde für das Deutschlandgeschäft der HypoVereinsbank eine Reduktion der risikogewichteten Aktiva um ein 1% p.a. vorgegeben. Ausgehend von einem Bestand zum 31.12.2015 von € 150.638 Mio. würde dies zu einem Restbestand von etwa € 155.000 Mio. – also zu einem oberhalb des Planansatzes im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfungsbericht und nur knapp unter dem Ansatz von 2009 liegenden Ergebnis – führen. Gerade der Wert für 2008 würde ein höheres Thesaurierungserfordernis nach sich ziehen. Der im Privatgutachten von FIDES ermittelte Wert von € 134.600 Mio. für das Jahr 2008 würde demgegenüber eine jährliche Reduktion von etwa 5,5 % bedeuten und stünde somit in deutlichem Widerspruch zu den Vorgaben der Antragsgegnerin aus der Kapitalmarktpräsentation. In gleicher Weise wurde in der Planung der risikogewichteten Aktiva auch Entlastungen aus dem Eingehen synthetischer Verbriefungen von Kreditforderungen Rechnung getragen. Ebenso wenig steht der Anstieg der risikogewichteten Aktiva im ersten Planjahr von € 144.900 Mio. im Jahr 2006 auf € 150.100 Mio. im Widerspruch zu der Kapitalmarktpräsentation der Antragsgegnerin. In diesem Zusammenhang kann namentlich nicht der Einschätzung aus dem Privatgutachten von FIDES gefolgt werden, aus der

Präsentation vom 5.7.2006 müsse sich zwingend ein absoluter Rückgang ergeben. Wesentlich muss vielmehr die Relation zu den Umsatzerlösen sein. Dieses Verhältnis soll sich allerdings nach der Präsentation für die gesamte HypoVereinsbank-Gruppe einschließlich Bank Austria Creditanstalt von 5,2 % auf 5,7 % erhöhen. Dann aber müssen die Umsatzerlöse stärker, also überproportional wachsen im Vergleich zu den risikogewichteten Aktiva – stark steigende Erträge ziehen ein Wachstum der risikogewichteten Aktiva in absoluten Zahlen nach sich. Diese Entwicklung bestätigten die Sachverständigen mittels einer überschlägigen Fortentwicklung der risikogewichteten Aktiva der HypoVereinsbank-Gruppe unter Ausschluss der Bank Austria Creditanstalt. Auch danach ergibt sich ein Wachstum der risikogewichteten Aktiva von etwa 2,3 %, wie es zum 5.7.2006 erwartet wurde. Dann aber steht auch dieser Parameter der Planung der Gesellschaft in Einklang mit den Aussagen aus der Kapitalmarktpräsentation der Antragsgegnerin. Abgesehen davon darf der Umstand nicht vernachlässigt werden, dass zwischen der Aussage vom Juli 2006 und dem maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung ein Zeitraum von nahezu einem Jahr liegt, was die Vergleichbarkeit und Rückschlüsse auf die Plausibilität der relevanten Planannahmen des Jahres 2007 zum Stichtag der Hauptversammlung deutlich erschwert, nachdem es – worauf [redacted] im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 10.11./11.11.2021 zu Recht hinwies – auch zu einer Reihe zwingend notwendiger bewertungstechnischer Anpassungen kam. Bei dieser Ausgangslage kann nicht davon ausgegangen werden, eine Reduktion der risikogewichteten Aktiva wäre zur Begründung plausibler Planannahmen zwingend erforderlich gewesen.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus den Ist-Zahlen des Jahres 2007 mit risikogewichteten Aktiva von € 139.000 Mio. ohne Berücksichtigung der Sacheinlage der UBM. Der Ansatz von € 150.157 Mio. kann nicht als fehlerhaft eingestuft werden. Die Planungsrechnung enthielt nach den von den Sachverständigen vermittelten Erkenntnissen die zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossenen Verbriefungsaktionen. Zudem haben die Sachverständigen im Rahmen ihrer

Überleitungsrechnung in Tabelle 6 des dritten Ergänzungsgutachtens von Plan- zu Ist-Werten für das Geschäftsjahr 2007 nach dem Bewertungsstichtag abgeschlossene Verbriefungstransaktionen einfließen lassen, was zu einem Entlastungsvolumen von € 5.653 Mio. im Vergleich zum Planwert 2007 führte, weshalb sich eine Differenz zum Ist-Wert in Höhe von absolut € 4.408 Mio. oder 3,1% ergab. Angesichts der naturgemäß mit Prognoseunsicherheiten behafteten zukunftsgerichteten Planung kann bei dieser Differenz nicht auf eine fehlerhafte Plausibilität der entsprechenden Ansätze zu den risikogewichteten Aktiva geschlossen werden.

Eine isolierte Betrachtung des Wachstums der risikogewichteten Aktiva ist zudem nicht sachgerecht, worauf I und I I s hingewiesen haben. Die strategische Ausrichtung vom 27.6.2007 implementiert worden ist, das zu einem deutlichen Stellenabbau und damit nochmals auch deutlich geringeren Personalkosten führte.

(2) Die Planung der Gesellschaft bildet die Auswirkungen des Eingehens synthetischer Verbriefungen von Kreditforderungen auf Einzeltransaktionsbasis hinreichend ab. Daraus entstehende Entlastungen wurden ausweislich der den Sachverständigen überlassenen Unterlagen berücksichtigt. Diesen Unterlagen ist zu entnehmen, dass es in den Planjahren 2007 bis 2009 zu mit diesen Transaktionen korrespondierenden Provisionsaufwendungen kommen wird, die Werteffekte aus den erhöhten Entlastungen bei den risikogewichteten Aktiva ausgleichen, weshalb auch dieser Aspekt des Eingehens synthetischer Verbriefungen nicht übersehen wurde.

f. Die Ansätze zur Ewigen Rente müssen nicht angepasst werden.

(1) Dabei kann bereits ab den Geschäftsjahren 2010 ff. von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden.

(a) Ein solcher Gleichgewichts- oder Beharrungszustand liegt vor, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisses annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 72; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 119).

Dies gilt selbst dann, wenn berücksichtigt wird, dass die Gesellschaft unter Annahme einer nachhaltigen Eigenkapitalrendite von 14,4 % über dem Branchendurchschnitt liegt, was die Sachverständigen mit Hilfe einer Simulationsberechnung unter Berücksichtigung einer langfristigen Rentabilität aller Banken unter Einfluss der HypoVereinsbank von 12,8 % über die Zeitspanne von 1998 bis 2007 ermittelten. Angesichts der höheren Rentabilität und einer Eliminierung der Überrenditen von 14,4 % in jedem Jahr senkten sie das Rentabilitätsniveau über einen Zeitraum von vier Konvergenzjahren auf die nachhaltige Zielrentabilität und berücksichtigten zudem den Verbrauch von steuerlichen Verlustvorträgen noch bis in das Jahr 2019, weshalb sie eine Konvergenzphase bis einschließlich 2020 simulierten.

Nichts anderes ergibt sich, wenn von einem Zeitraum von 1998 bis 2006 ausgegangen wird, weil auch in dieser Zeitspanne die

durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität bei 12,8% liegt, weshalb keinesfalls gegen das Stichtagsprinzip verstoßen wurde.

Abgesehen davon dienten die Berechnungen auch nur der Plausibilisierung des Ansatzes zum Terminal Value, bildeten aber nicht die Grundlage seiner Ableitung. Angesichts eines Zeitraums von neun Jahren sowie des Heranziehens einer Peer Group von zehn Unternehmen – unter Einschluss der HypoVereinsbank von elf Unternehmen – stellten die Sachverständigen sicher, dass sowohl positive wie auch negative Sondereffekte in der Mittelwertbildung verarbeitet werden und sich dann insgesamt ausgleichen. Dies haben die Sachverständigen entsprechend den Ausführungen in ihrem ersten Ergänzungsgutachten auch dadurch sichergestellt, dass sie die von Seiten der Antragstellerinnen zu 118) und 119) thematisierten Einmaleffekte bei der Gesellschaft durch die Abspaltung der Hypo Real Estate Holding AG im Jahr 2003 sowie Einmalergebnisse bei der Commerzbank AG aus den Jahren 2001 bis 2004 darstellten, was mit einer Erhöhung um 0,07 Prozentpunkte von 12,81 % auf 12,88 % einherging. Abgesehen davon müssen bei Einmaleffekten entgegen den Ausführungen der beiden genannten Antragstellerinnen auch Einmaleffekte berücksichtigt werden, die zu einer Reduzierung der Eigenkapitalrentabilität führen, wie beispielsweise der einmalige Ertrag aus dem Börsengang der Commerzbank-Tochtergesellschaft comdirekt Bank AG.

Da die Simulationsrechnung unter Berücksichtigung auch gegenläufiger Effekte beim Werttreiber Wachstumsrate zu einem um etwa € 79 Mio. oder 0,025 % niedriger liegenden Ertragswert führt, kann die gleichfalls auf Prognosen gestützte Ableitung der Ewigen Rente bereits ab 2010 ff. nicht beanstandet werden, zumal sich der Verzicht auf eine Konvergenzphase nicht zum Nachteil der Antragsteller auswirkt.

(b) Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der fehlenden Berücksichtigung des Investmentbanking-Geschäfts der UBM in der Planungsrechnung ableiten, wie die Sachverständigen überzeugend begründet haben. Ganz zentral für das Erreichen des Gleichgewichtszustandes ist dabei die angenommene Cost-Income-Ratio, die für das Segment Markets & Investment Banking bei der HVB mit 43 % angesetzt wurde. Bei der UBM legten die Wirtschaftsprüfer von ; eine nachhaltige Eigenkapitalrendite von 42 % zugrunde. Aufgrund der Cost-Income-Ratio konnten ; und ı beurteilen, dass bei einer derart niedrigen Cost-Income-Ratio von 43 % potenziell nachhaltige Kostensteigerungen bzw. -senkungen enthalten sein müssen. Gerade in diesem Segment verfolgte die Gesellschaft ambitionierte Wachstums- und Profitabilitätspläne, was sich daran zeigt, dass im untersuchten Zeitraum von 1998 bis 2006 nur die Royal Bank of Scotland plc. auf Basis der Segmentberichterstattung eine dauerhaft niedrige Cost-Income-Ratio von unter 45 % erzielte. Die sechs Wettbewerber aus der Peer Group, die im Beobachtungszeitraum durchgängig über eine Investmentbanking-Einheit verfügten, konnten in diesem Zeitraum nie eine Cost-Income-Ratio von unter 50 % erwirtschaften. Dies zeigt deutlich, dass mit einer nachhaltigen Cost-Income-Ratio von rund 43 % Restrukturierungsbemühungen im Terminal Value vollumfänglich Rechnung getragen wurde.

Das Segment Markets & Investment Banking der HypoVereinsbank weist ausgehend vom Ist-Ergebnis des Jahres 2006 bis zum Ende der Detailplanungsphase und damit dem Übergang in die Ewige Rente beim operativen Ergebnis eine Wachstumsrate von 50,3% aus. Im selben Zeitraum stiegen die Verwaltungsaufwendungen von € 1.163 Mio. auf € 1.250 Mio. oder lediglich um 7,5 %, während die operativen Erträge von € 2.278 Mio. um 28,5 % auf € 2.927 Mio. und damit sehr viel stärker wachsen sollten. Ohne Einsparungen bei den Verwaltungsaufwendungen und eine konstante Cost-Income-Ratio von 51 % betrüge der

Verwaltungsaufwand im Jahr 2009 € 1.444 Mio. und nicht lediglich € 1.250 Mio. Damit entstehen Kosteneinsparungen im Planjahr 2009 von € 244 Mio.. Auch dieser Vergleich zeigt, dass sich aus den Zahlenangaben im öffentlichen Übernahmeangebot mit Kostensynergien für die gesamte Gruppe der Antragsgegnerin von € 140 Mio. kein Widerspruch zur Bejahung des eingeschwungenen Zustandes ableiten lässt.

Allein die Tatsache, dass 53,1% des nachhaltigen operativen Ergebnisses der HypoVereinsbank aus ihrer Division Markets & Investment Banking stammen, vermag die Plausibilität nicht infrage zu stellen, auch wenn die UBM als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfloss. Dies steht im Einklang mit der Entwicklung in der Detailplanungsphase, in der der Anteil dieser Division am operativen Gesamtergebnis von 57,37 % auf 55,29 % fiel. Insgesamt kann aber daraus kein Rückschluss auf einen Korrekturbedarf dieses Ansatzes gezogen werden, nachdem diese Division sowohl in der Planungsphase als auch in den Jahren 2005 und 2006, die zur Grundlage der Vergangenheitsanalyse wurden, jeweils über 50 % zum operativen Ergebnis der Gesellschaft beisteuerte.

(c) Der Annahme eines eingeschwungenen Zustandes kann nicht entgegengehalten werden, Restrukturierungen für die Gesellschaft würden sich in einem markanten Rückgang des Wachstums der operativen Erträge vor Steuern in der Ewigen Rente auf nurmehr 6% niederschlagen, während bei der Bank Austria Creditanstalt im Terminal Value ein Wachstum auf 16,7% angenommen worden sei. Diese Wachstumsraten sind nämlich nicht miteinander vergleichbar. Das CAGR bei der Bank Austria Creditanstalt beruht auf einem Jahresergebnis nach Unternehmensteuern, während bei der HypoVereinsbank ein Ergebnis vor Unternehmensteuern herangezogen wurde. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate nach Unternehmensteuern beträgt im Zeitraum 2006 bis 2009 11,1%. Zudem kann nicht unterstellt

werden, durch den Rückgang des Wachstums der operativen Erträge auf 6 % komme es zu einem jähen Ende der Restrukturierungsbemühungen. Vielmehr wurden die zum Stichtag der Hauptversammlung konkretisierten Restrukturierungsmaßnahmen in der Planung der Gesellschaft berücksichtigt. Dies zeigt sich gerade auch daran, dass in der Ewigen Rente eine im Vergleich zu Peer Group Unternehmen deutlich niedrigere Cost-Income-Ratio angenommen wurde. Auch dies erhellt, dass noch nicht vollständig umgesetzte Restrukturierungsmaßnahmen eingeflossen sein müssen. Ebenso bestätigt der Return on Equity, dass den entsprechenden Maßnahmen auch nachhaltig Rechnung getragen wird.

(2) Die zinsunabhängigen Erträge in der Division Privat- und Geschäftskunden mussten im Terminal Value nicht mit den durchschnittlichen Steigerungsraten der Detailplanungsphase angesetzt werden; vielmehr ist der Ansatz von € 996 Mio. nach einem Anstieg von € 632 Mio. am Ende der Vergangenheitsanalyse auf € 998 Mio. im Geschäftsjahr 2009 als plausibel zu bezeichnen, auch wenn im Vergleich zum letzten Jahr der Detailplanungsphase ein Rückgang um € 2 Mio. festzustellen ist. Das deutliche Wachstum in Phase I beruht nach den Erkenntnissen von und auf der außerordentlich positiven Entwicklung des Bestandes an Anlageprodukten, wodurch sich das Ertragsniveau deutlich erhöhen wird. Im Jahr 2009 wurden in der Planung Provisionsüberschüsse im Zusammenhang mit der Corporate Finance-Beratung im Jahr 2009 von € 14,9 Mio. angesetzt. Dies beruhte auf einem Verknüpfungsfehler zur Quelldatei in Zusammenhang mit Zinssicherungsinstrumenten, so dass der geplante Provisionsüberschuss richtigerweise nur mit € 3,3 Mio. in die Planung einzustellen gewesen wäre. Die Korrektur erfolgte zugunsten der Minderheitsaktionäre erst in der Ewigen Rente, nicht schon im Planjahr 2009. Der Differenzbetrag von € 11,6 Mio. hat folglich einmaligen Charakter.

(3) Die Reduzierung der Erträge im Private Equity-Geschäft um € 20 Mio. im Terminal Value bedarf keiner Korrektur, wie die Sachverständigen überzeugend in ihrem Hauptgutachten vom 2.10.2017 erläutert haben. Diese Erträge sind Teil der Planung zum Zinsüberschuss in der Division Markets & Investment Banking, der jährlich um durchschnittlich 3,2 % in Phase I wachsen soll, wobei in den beiden letzten Planjahren ein überdurchschnittliches Wachstum von 10,7 % und 8,1 % geplant wurde, während insgesamt im Vergleich zum letzten Planjahr in der Ewigen Rente ein Rückgang von € 1.286 Mio. auf € 1.279 Mio. erfolgen soll. Das Private Equity-Portfolio setzte sich zum 31.12.2006 aus 74 Einzelfonds mit einem Buchwert von insgesamt € 556 Mio. bzw. einem Net Asset Value von € 866 Mio. zusammen. Die nachhaltig erzielbaren Erträge aus dem Private Equity-Geschäft wurden im Vergleich zu Phase I mit reduzierten (Exit-)Nettomultiplikatoren geplant, weil von einer erwarteten gesteigerten Nachfrage nach Private Equity-Investments und den damit verbundenen intensivierten Bieterprozessen ausgegangen wurde. Dies führt nachvollziehbar zu erhöhten Kaufpreisen und demgemäß zu einem verringerten Gewinnpotenzial bei einem künftigen Exit. Daher konnte der Abschlag von € 20 Mio. im Vergleich zum letzten Planjahr unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate von 1 % in die Unternehmensbewertung einfließen. Die von den Sachverständigen durchgeführten Analysen ergaben für die Jahre 2007 bis 2009 in Relation zum Buchwert, bzw. dem Net Asset Value implizierte Renditen, die von 11,9 % auf 18,9 % bzw. von 7,7 % auf 12,1 % anstiegen. Im Durchschnitt ergab sich eine jährliche Nettorendite von 16,1 %, bezogen auf den Buchwert zum 31.12.2006 bzw. von 10,3 % bezogen auf den Net Asset Value zum selben Stichtag. Die nachhaltige Rendite wurde sodann von den gerichtlich bestellten Sachverständigen anhand von Vergleichsgrößen am Kapitalmarkt extern plausibilisiert. Dabei prüften sie die Höhe der langfristigen durchschnittlichen Rendite börsennotierter Private Equity-Fonds in der Vergangenheit und verglichen dies mit den Private Equity-Erträgen bzw. den impliziten Renditen der Planungsrechnung der Gesellschaft. Dabei lagen die durchschnittlichen impliziten

Jahresrenditen in der Detailplanungsphase ebenso wie in der Ewigen Rente, in der 15,5 % bezogen auf den Buchwert und 9,9 % bezogen auf den Net Asset Value angesetzt wurden, innerhalb einer langfristig beobachtbaren, historisch marktüblichen Renditebandbreite. Diese Internal Rate of Return lag bei einem zehnjährigen Anlagehorizont im arithmetischen Mittel bei etwa 11 % und im Median bei rund 9 %, wobei dies über einen Wirtschaftszyklus von 2000 bis 2007 errechnet wurde.

Zudem plausibilisierten die Sachverständigen die Dividendenerträge über einen im Rahmen eines Ertragswertverfahrens ableitbaren Ertragswert in Relation zum aktuellen Net Asset Value der Fonds von € 866 Mio., wobei der so ermittelte Ertragswert aus dem Privat Equity-Geschäft mit € 1.007 Mio. höher lag. Auch dies bestätigt die Angemessenheit der Anpassung der nachhaltigen Erträge aus dem Net Asset Value-Geschäft.

(4) Der Ansatz einer Eigenkapitalrendite von 14,4 % in der Ewigen Rente muss nicht korrigiert werden. Die Sachverständigen hielten diesen Ansatz für vertretbar und naheliegend, wie sie vor allem in dem Anhörungstermin bestätigten. Dabei wurde insbesondere nicht verkannt, dass die HypoVereinsbank vor dem Bewertungsstichtag infolge der durchgeführten Integration in die Antragsgegnerin sowie von Effizienzsteigerungsprogrammen eine Ist-Return on Equity-Quote für die HVB alt zwischen 15% und 21% erwirtschaftete und die Antragsgegnerin eine Eigenkapitalrendite von 17 % in den zum Stichtag bestehenden Strukturen bestätigte. Ein Return on Equity von 18% muss als deutlich zu ambitioniert und nicht mehr plausibel eingestuft werden.

(a) Dies zeigt zunächst in Übereinstimmung mit den Erläuterungen des Sachverständigen eine Peer Group-Analyse, die einen Zeitraum von 1998 bis 2007 umfasste und zu einem Wert von 12,8 % gelangte. Dabei darf es nicht zu einer Verkürzung der Datenbasis auf einen Zeitraum ab der Umstellung auf

die Rechnungslegung nach den internationalen Standards IFRS kommen, auch wenn die Literatur hierzu vom Sachverständigen als nicht einheitlich bezeichnet wurde. Er verwies aber vor allem auf eine Studie aus dem Vereinigten Königreich, die aufzeigte, dass sich der Umstellungseffekt dort negativ auf den Return on Equity auswirkte. Dabei identifizierten die Sachverständigen einen Wert von 0,71 % und fügten diesen dann in die von den Privatgutachtern vorgelegte Tabelle ein, um diesen Effekt notwendigerweise zu berücksichtigen. Daraus resultierte dann aber für die Zeitspanne von 1998 bis 2006 ein Wert von 14,3 %, der nahezu identisch ist mit der in der Bewertung angesetzten Eigenkapitalrendite von 14,4 %. Auch wenn es sich dabei um eine vereinfachende Vorgehensweise handelt, erhellt sie, dass der angenommene Wert von 14,4 % als plausibel einzustufen ist.

Demgegenüber rechtfertigt die Durchschnittsbildung allein aus den Jahren 2005 und 2006, in denen bereits von nationalen auf internationale Rechnungslegungsstandards umgestellt worden war, keinen Ansatz einer nachhaltigen Eigenkapitalrendite von wenigstens 17 %. Der Ansatz von nur zwei Jahren führt zu einer zu niedrigen Datenbasis, als dass diese repräsentativ für den auf die Ewigkeit ausgerichteten Terminal Value sein könnte. Zudem steht dem entgegen, dass gerade in den Jahren 2004 bis 2006 mit 18 % und 17 % weit überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen erwirtschaftet wurden. Auch für die Jahre 2007 und 2008 gingen Analysten von Renditen von 17 % und 18 % aus. Da dies aber die Erwartungshaltung für ein, maximal wenige Jahre abbildet, kann daraus kein Rückschluss auf die Unendlichkeit gezogen werden, die die Ewige Rente abbilden soll. Von einem dermaßen dauerhaft sehr günstigen Marktumfeld für Banken kann nicht ausgegangen werden.

(b) Aus der Ziel-Return-on-Equity-Quote der Antragsgegnerin von 17 % aus der Präsentation für die HypoVereinsbank (neu) kann

gleichfalls nicht abgeleitet werden, es müsse im Terminal Value bei der Gesellschaft ein höherer Return on Equity als 14,4 % angesetzt werden. Das Bewertungsgutachten von I legte – vom Prüfungsbericht von \ bestätigt – eine Eigenkapitalrendite vor Steuern auf Basis des allokierten Kapitals zugrunde. Demgegenüber ging die Kapitalmarktkommunikation von einer anderen Größe aus. Auf Gruppenebene sollte im Jahr 2008 ein Return on Equity von etwa 17 % erreicht werden; für die HypoVereinsbank in ihrer neuen Struktur nannte die Präsentation zum Capital Market Day auf Seite 33 einen Wert von gleichfalls 17 %. Dieser Wert ist ohne Goodwill ermittelt und damit konzeptionell nicht vergleichbar. Der gruppenweite Wert von 17 % wurde einschließlich Goodwill angesetzt; ohne Goodwill käme man zu einem Return on Equity von 23 %, wie der Fußnote 3 der Präsentation zu entnehmen ist. Daraus zogen die Sachverständigen aber die Schlussfolgerung, für die HypoVereinsbank (neu) käme man zu einer Eigenkapitalrendite von 12 % einschließlich Goodwill.

Eine Analyse des Geschäftsberichtes 2017 zeigt aber auch die Entwicklung des Returns on Equity ohne Goodwill. Daraus zogen die Sachverständigen nachvollvollziehbar und überzeugend die Schlussfolgerung, dass einerseits der Abschlag von 5 Prozentpunkten nachvollziehbar sei, andererseits aber auch die nachhaltige Eigenkapitalrendite von 14,4 % als plausibel einzustufen ist. Soweit die Bewertungsgutachter von eine Eigenkapitalrendite 21% ausweisen, lassen sich diese Zahlen nicht mit den hier von den Sachverständigen – wie auch im Privatgutachten von – herangezogenen Kennzahlen vergleichen, weil die Bewertungsgutachter die nachhaltige Eigenkapitalrendite vor Unternehmensteuern gemessen am gebundenen Kapital ausgewiesen haben. Die Sachverständigen berücksichtigten im Zähler das auf die Aktionäre der HypoVereinsbank entfallende Jahresergebnis der aktuellen Periode und im Nenner

den IFRS-Buchwert des auf die Aktionäre entfallenden Eigenkapitals der Vorperiode.

(c) Der Präsentation für den Capital Markets Day vom 5.7.2006 lässt sich keine Eigenkapitalrendite in Höhe von 18 % für das Jahr 2008 mit der Folge eines zu niedrigen Ansatzes im Terminal Value entnehmen. Dieser auf Seite 32 der Präsentation genannte Wert bezog sich nämlich auf die aktuellen Strukturen der Gesellschaft im Jahr 2006 und schloss somit sowohl die Bank Austria Creditanstalt als auch das Osteuropa-Geschäft mit ein, wie der Erläuterung vor den Fußnoten auf Seite 32 unten zu entnehmen ist.

(d) Die Plausibilität des Ansatzes von 14,4 % Eigenkapitalrendite zeigt sich auch anhand eines Vergleichs mit den Kapitalkosten vor Steuern, die mit 9 % anzusetzen sind. Daraus resultiert eine Überrendite von 5,4 %. Bei einem Return on Equity-Ziel von 17,9 % dagegen entsprechend den Berechnungen im Privatgutachten von beliefe sich der Value Spread auf 940 Basispunkte – er stiege also um etwa 50 %. Aus einer Untersuchung für europäische Banken von die die Sachverständigen zur Analyse heranzogen, ergab sich im Zeitraum von 1998 bis 2005 im Durchschnitt eine Überrendite von 7,5 %, wobei der für Deutschland in diesem Rahmen ermittelte Wert sogar negativ war, so dass die Banken im Durchschnitt ihre Kapitalkosten gerade nicht verdient haben. Das Heranziehen eines möglichst langen Vergleichszeitraums muss als sachgerecht eingestuft werden, weil dadurch Ausreißer in die eine oder andere Richtung besser ausgeglichen werden. In ihrem vierten Ergänzungsgutachten vom 23.12.2021 führten die Sachverständigen zudem aus, dass der von angesetzte Value Spread von 9,4 % innerhalb des acht Jahre umfassenden Beobachtungszeitraums nur in zwei Jahren in Europa erreicht bzw. übertroffen wurde – deutsche Banken erreichten ihn nie. Dieser

Befund wird bestätigt durch eine weitere von
s und herangezogene Untersuchung von
s dem Jahr 2021, aus der sich ebenfalls ergibt, dass die Überrendite im Jahr 2006 zwischen 5,5 und 6 Prozentpunkten lag.

(e) Eine Rückrechnung auf die die Dividenden generierende Ebene der Antragsgegnerin mussten die Sachverständigen beim Return on Equity nicht vornehmen, nachdem der Konzern als ökonomische Einheit das Potenzial widerspiegelt.

(f) Auch das implizite Marktwert-Buchwert-Verhältnis von 1,69 für die HypoVereinsbank (neu) spricht für die Plausibilität einer Eigenkapitalrendite von 14,4 % in der Ewigen Rente, weil diese im Gegensatz zu den Werten aus dem Privatgutachten von in Einklang mit Studienergebnissen der Europäischen Zentralbank steht. Diese ermittelte für europäische Banken einen Wert, der etwas über dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis der HypoVereinsbank liegt, aber deutlich unter dem im Privatgutachten angenommenen Wert von 2,44. Nachdem die Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung eine große nationale Bank mit internationalem Investmentbanking war und sich mitten in einem Restrukturierungsprozess befand, ist die Kammer in Übereinstimmung mit den Sachverständigen der Auffassung, dass dieser Wert jedenfalls deutlich plausibler erscheint als ein weit überdurchschnittlicher Ansatz.

Soweit die Antragstellerinnen zu 118) und 119) in ihren Stellungnahmen begründeten, eine nachhaltige Eigenkapitalrendite von 12,8 % aus dem Ausgangsgutachten sei zu niedrig, muss dem angesichts der Annahme der angesetzten Eigenkapitalrendite von 14,4 % nicht mehr nachgegangen werden, nachdem sie im Schriftsatz vom 25.6.2018 aufgrund der Feststellungen im Bewertungsgutachten von einen nachhaltigen Return on Equity von 14,6 % errechneten.

Angesichts der mit einer Prognose verbundenen Unsicherheiten würde dieser um 0,2 Prozentpunkte höhere Wert lediglich den plausiblen Ansatz von 14,4 % durch einen anderen, gegebenenfalls ebenfalls plausiblen Ansatz ersetzen. Dies wäre jedoch angesichts des prognostischen Charakters einer in die Zukunft gerichteten Unternehmensbewertung nicht sachgerecht.

Die kapitalwertneutrale Wiederanlagerendite aus der Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt und der weiteren osteuropäischen Gesellschaften stellt keine aussagekräftige Vergleichsgröße für die operative Eigenkapitalrendite der Gesellschaft dar. Ein Ergebnis der Unternehmensplanung der HypoVereinsbank ist ausschließlich die operative Eigenkapitalrendite, die explizit nicht die Verwertung/Wiederanlage des freien Kapitals umfasst. Es kann nicht davon ausgegangen werden, für den vollständigen Betrag des freien Eigenkapitals hätte eine dem durchschnittlichen Rentabilitätsniveau der HypoVereinsbank entsprechende Anlagemöglichkeit bestanden. Eine Planung der Gesellschaft gab es ausschließlich für das operative Geschäft, während es für die Verwendung des freien Kapitals ausweislich der Feststellungen bereits der Abfindungsprüfer keine konkreten Pläne gab.

(5) Die Cost-Income-Ratio von 55,8 % kann nicht als unvertretbar hoch bezeichnet werden.

(a) Dabei werden namentlich die umfangreichen Restrukturierungskosten nicht übersehen. Schließlich verbessert sich das Verhältnis von Aufwand zu Erträgen von 62,3 % im letzten Ist-Jahr auf 56,7 % am Ende der Detailplanungsphase; im Terminal Value ist eine nochmalige Verbesserung um 0,9 Prozentpunkte vorgesehen, wobei dieser Wert besser ist als der aus den Vorjahren und den Jahren der Vergangenheitsanalyse. Angesichts der extremen Volatilität der Ist-Werte kann aus ihnen nicht der Schluss auf eine zu hohe Cost-Income-Ratio gezogen werden. Zudem steht die Annahme eines Wertes von 55,8 % in Einklang mit der nachhaltigen Eigenkapitalrentabilität. Mit einer niedrigeren Cost-

Income-Ratio würde ein nicht mehr plausibler Return on Equity einhergehen.

(b) Die Cost-Income-Ratio von 55,8% steht auch in einem plausiblen Zusammenhang zur Planung der risikogewichteten Aktiva. Die Entwicklung des Verhältnisses der Erträge zu den risikogewichteten Aktiva in der Ewigen Rente steht nicht in Widerspruch zu den Annahmen der Präsentation zum Capital Markets Day am 5.7.2006, wenn dort von einer Differenz von 1,3 Prozentpunkten im Vergleich zum letzten Planjahr ausgegangen wird. Dabei muss nämlich insbesondere gesehen werden, dass es durchaus Unterschiede zur internen Planung der Gesellschaft gab, und dass die Präsentation der Antragsgegnerin andere Ziele verfolgt als eine Planung, auf deren Basis der Ertragswert ermittelt werden soll. Die Kapitalmarktpräsentation beruhte vor allem auf der im Februar 2006 erstellten Planung, während der Ertragswert der HypoVereinsbank anhand der Planung des Folgejahres abgeleitet wurde. Zudem kam es entsprechend den Angaben von
| von der Bewertungsgutachterin im Termin vom 10.11./11.11.2021 zu Adjustierungen, die aus bewertungstechnischer Sicht erforderlich waren. Da die Anpassung des Verbriefungsvolumens auch zu höheren Provisionsaufwendungen führt, kommt es zu sich weitgehend ausgleichenden, gegenläufigen Effekten. Daher kann der Anstieg um 1,3 Prozentpunkte für die HypoVereinsbank (neu) als konsistent zur Planung der risikogewichteten Aktiva in der Detailplanungsphase angesehen werden.

Aus den zwei Wochen nach der maßgeblichen Hauptversammlung vorgelegten Präsentation der Antragsgegnerin zum Capital Markets Day 2007 ergibt sich kein anderes Ergebnis, auch wenn dort ausgeführt wurde, die strategischen Ziele seien zustande gekommen und häufig übertroffen oder zumindest bestätigt worden. Die Antragsgegnerin wies nämlich unwidersprochen darauf hin, dass dort gleichfalls ausgeführt worden sei, dass es nur im

Retail Banking Germany, also dem deutschen Privatkundengeschäft „Erträge unter Plan“ gegeben habe.

(c) Demgegenüber kann das im Rahmen des Squeeze out bei der Bank Austria Creditanstalt erstellte Bewertungsgutachten keinen Maßstab darstellen, um die Eigenkapitalrendite der Hypo-Vereinsbank zu plausibilisieren. Dies ergibt sich neben unterschiedlichen Stichtagen vor allem aus der Erkenntnis heraus, dass die beiden Unternehmen mittlerweile in unterschiedlichen Märkten tätig sind und sich auch die Geschäftstätigkeit unterscheidet. Die Bank Austria Creditanstalt verfügt über ein signifikantes Osteuropa-Geschäft, das nach der Konzernumstrukturierung Anfang 2007 noch um das Osteuropa-Geschäft der HypoVereinsbank erweitert wurde, weshalb dieses Geschäftsfeld in der Unternehmensbewertung der HypoVereinsbank keine Rolle mehr spielen kann – ausgenommen der Wertbeitrag in Form freien Kapitals aus der Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt sowie der in Osteuropa tätigen Tochtergesellschaften an die Antragsgegnerin.

(6) Der Rückgang des Ergebnisses nach Steuern in der Ewigen Rente um 5,9 % führt nicht zu einer fehlerhaften Ermittlung des Ertragswertes der Gesellschaft. Sämtliche Ergebnisgrößen vor Steuern liegen im Jahr der Ewigen Rente über denen des letzten Jahres der Detailplanungsphase. Der Rückgang des Ergebnisses nach Steuern hat seine Ursache in einem Anstieg der Ertragssteuern um 47,1% von € 453 Mio. auf € 667 Mio., wobei die Ertragsteuern des Unternehmens in die Bewertung einfließen müssen. Da sich der Wert eines Unternehmens unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Überschüsse durch den Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt, müssen die Ertragsteuern des Unternehmens als den Zufluss mindernd berücksichtigt werden (vgl. Jonas/Wieland-Blöse in: Fleischer/

Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rdn. 17.1). Der in der Ewigen Rente festzustellende Anstieg ist auf die finanzmathematische Abbildung der verbleibenden steuerlichen Verlustvorträge im letzten Jahr in Phase I in Form einer Verrentung zurückzuführen. Die Sachverständigen legten in ihrem Gutachten dar, dass sich die steuerlichen Verlustvorträge der HypoVereinsbank von € 5,4 Mrd. am Ende des Jahres 2006 auf rund € 4,4 Mrd. am Ende der Detailplanungsphase in 2009 bei der Körperschaftsteuer und von € 4,9 Mrd. auf etwa € 3,9 Mrd. bei der Gewerbesteuer im selben Zeitraum reduzierten. Die verbleibenden Verlustvorträge wurden von den Bewertungsgutachtern dann sachgerecht und rechnerisch zutreffend im Jahr der Ewigen Rente in Form einer Annuität berücksichtigt. Diese Verrentung führt zu einem Anstieg der Ertragssteuern um 47,1 % im Terminal Value und zu einer nachhaltigen Steuerquote von 30,4 %, die aber unterhalb der durchschnittlichen Konzernsteuerquote der Gesellschaft liegt. Genau dies erhellt, dass die Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge tatsächlich eine Steuerentlastung nach sich ziehen.

g. Die Annahmen zu den Thesaurierungs- und Ausschüttungsquoten müssen nicht korrigiert werden, weil sie zur Überzeugung der Kammer sachgerecht erfolgten, wobei dies sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die Ewige Rente gilt.

(1) Die Ansätze zur Thesaurierung und zur Ausschüttung entsprechen in Phase I und zur Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht infrage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss

vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Unter Berücksichtigung der aufsichtsrechtlich notwendigen Thesaurierung in Höhe von € 96 Mio. im Geschäftsjahr 2007 und von € 374 Mio. im Geschäftsjahr 2008 wurde eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.

Auch wenn dies von der Ausschüttungspolitik der Antragsgegnerin abweicht, muss diese Vorgehensweise in Übereinstimmung mit der Einschätzung der Abfindungsprüfer auf Basis historischer Ausschüttungsquoten noch als plausibel und vertretbar angesehen werden. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil diese Quote nahezu identisch ist mit den historischen Ausschüttungsquoten von 50,4 % aus dem Zeitraum von 1998 bis 2006, als erstmalig ein Abschluss nach IAS erstellt wurde, weshalb dieser Ansatz sachgerechter ist als die Ableitung der Bewertungsgutachter mit einer bereits 1988 beginnenden Zahlenreihe.

Die aufsichtsrechtlich erforderliche Thesaurierung in Höhe von € 96 Mio. im Geschäftsjahr 2007 und von € 374 Mio. im Geschäftsjahr 2008 wurde dabei zutreffend ermittelt, wie auch die Gutachten der Sachverständigen bestätigten. Ausgangspunkt muss dabei die von der Gesellschaft angestrebte Zielkernkapitalquote von 6,8 % sein, wie sie nach den Vorgaben von Basel II erreicht werden soll. Dabei basiert die Berechnung des Zielkernkapitals auf der Planung der risikogewichteten Aktiva. Die erforderlichen Eigenmittel müssen zum 1. Januar eines Jahres bzw. zum Jahresende bereits vorgehalten werden, so dass gegebenenfalls notwendige Zuführungen bereits zum 31.12. des Vorjahres zu thesaurieren sind. Der Umstand, dass die Thesaurierungen im geplanten Umfang bereits zum Jahresbeginn vorhanden sind, beruht zwar nicht auf einer aufsichtsrechtlichen Normierung, muss aber dennoch als sachgerecht betrachtet werden. Banken müssen zu jedem Zeitpunkt die erforderliche Kernkapitalquote erfüllen. Dies muss vor dem Hintergrund als notwendig gesehen werden, dass dadurch bei einer geplanten Geschäftsausweitung eine unterjährige Unterkapitalisierung vermieden wird. Auch stünde die gegenteilige Handhabung in Widerspruch zu den geplanten Erträgen der Bank, weil diese nur auf

Basis der geplanten Kapitalausstattung zu erreichen sind. Somit errechnet sich für das Jahr 2008 ein Thesaurierungsbedarf in Höhe der angesetzten € 96 Mio. bzw. € 374 Mio., wie die Sachverständigen in dem Hauptgutachten in Tabelle 23 auch rechnerisch dargestellt haben. Im Jahr 2009 stehen ausschüttungsfähige freie Mittel in einem Umfang von € 209 Mio. zur Verfügung, die aus dem Effekt des Abbaus des SCP- und RER-Portfolios im Terminal Value resultieren, weshalb auf eine entsprechende aufsichtsrechtlich gebotene Thesaurierung verzichtet werden konnte.

Dem Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % kann die Steuerfreiheit thesaurierter Überschüsse nicht entgegengehalten werden. Es kann nämlich nicht von einer Verpflichtung des Unternehmens ausgegangen werden, die Ausschüttungspolitik müsse steueroptimierend auf Anteilseigner Ebene gestaltet werden. Vielmehr wird der zur Einhaltung der Zielkernkapitalquote erforderliche Bedarf an Eigenmitteln durch die Thesaurierung in hinreichender Höhe zutreffend im Rahmen der Planannahmen berücksichtigt. Die verlangte Steueroptimierung durch Herabsetzung der Ausschüttungsquote auf maximal 40 %, eher noch auf 30% steht im Widerspruch zu dem in der Rechtsprechung anerkannten Grundsatz, dass eine Meistbegünstigung der Aktionäre bei der Bemessung der Kompensationsleistung auch verfassungsrechtlich durch Art. 14 Abs. 1 GG nicht geboten ist (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865; LG München I, Beschluss vom 16.4.2021, Az: 5 HK O 5711/19).

(2) In der Ewigen Rente konnte gleichfalls eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt werden, auch wenn die Sachverständigen eine höhere Ausschüttungsquote unter Hinweise auf den Durchschnitt der Peer Group favorisiert haben. In ihrem dritten Ergänzungsgutachten haben

sie ausdrücklich festgestellt, dass sie auch eine Ausschüttungsquote von 50 % in Phase II für vertretbar erachten.

(a) In der Ewigen Rente ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; WM 2020, 2104, 2112;OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I AG 2020, 222, 224; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20; Hachmeister/Ruthardt/Mager DB 2014,1209, 1211 f.). Der Kammer sind die marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken bestehen.

Dabei musste nicht auf die historische Ausschüttungsquote der Gesellschaft abgestellt werden. Es wird nämlich aufgrund einer typisierenden Betrachtungsweise angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens langfristig äquivalent zum Ausschüttungsanhalten der Alternativanlage oder zumindest der Peer Group ist. Folglich wird als Ausgangsgröße regelmäßig eine von den individuellen Verhältnissen des Bewertungsobjektes unabhängige markttypische Größe zugrunde gelegt. Daher kann es auch nicht entscheidend darauf ankommen, inwieweit dividendenlose Jahre in die Durchschnittsbildung einfließen dürfen oder nicht.

(b) Im Terminal Value musste eine nachhaltige Thesaurierung von € 85 Mio. angesetzt werden. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der

Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Allerdings wird bei Banken regelmäßig nicht auf das bilanzielle Eigenkapital als Basis zurückgegriffen; vielmehr erfolgt diese Thesaurierung auf der Grundlage des Kernkapitals. Eine von den Sachverständigen durchgeführte Alternativberechnung auf der Basis des bilanziellen Eigenkapitals nach IFRS wies allerdings nur eine geringfügige Differenz von € 5 Mio. auf. Da die Ermittlung des Ertragswertes auf Prognosen beruht, ist diese Differenz für eine Einzelposition tatsächlich unwesentlich, weshalb der Ansatz auf der Grundlage des Kernkapitals keiner Korrektur bedarf. Zudem müssen die Besonderheiten des Bankaufsichtsrechts beim Umfang der Ausschüttungen berücksichtigt werden, weil Ausschüttungen nicht erfolgen dürfen, wenn dem rechtliche Vorgaben entgegenstehen. Hierzu gehören namentlich die Regelungen aus § 10 Abs. 1 KWG, wonach die Institute im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern,

insbesondere im Interesse der Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte, über angemessenes Eigenkapital verfügen müssen. Da von einem Wachstum in der Ewigen Rente ausgegangen wird, muss dieses auch entsprechend den aufsichtsrechtlichen Anforderungen durch Thesaurierung unterlegt sein.

Diesem Ansatz wurde in den vorliegenden Bewertungen in ausreichendem Maße Rechnung getragen (vgl. LG München I AG 2014, 168, 171). Im Jahr 2009 erfolgte entsprechend der obigen Ausführungen abweichend von einer rechnerisch möglichen Ausschüttung in Höhe von € 209 Mio. aufgrund des vorhandenen freien Kapitals gerade keine Ausschüttung; vielmehr kam es im nachhaltigen Ergebnis zu einer Verminderung des eigentlich gebotenen Thesaurierungserfordernisses von € 102 Mio. um den Betrag, der sich aus dem freien Kapital des Jahres 2009 in Höhe von € 209 Mio. barwertäquivalent im nachhaltigen Ergebnis ergibt. Dadurch sinkt das Thesaurierungserfordernis von € 102 Mio. auf € 85 Mio.; dieses Absinken beruht somit gerade nicht auf dem Abbau des SCP-Portfolios.

Ohne diese oder auch nur bei einer geringeren Thesaurierung käme es in der Folge nachhaltig wachsender risikogewichteter Aktiva zu einer stetig sinkenden Kernkapitalquote, was wiederum eine stetige Veränderung des Ratings und damit auch eine Änderung der Refinanzierungskosten der HypoVereinsbank nach sich zöge. Dann aber wäre die Planung ohne die nachhaltige Thesaurierung nicht mehr in sich stimmig und folglich nicht mehr plausibel.

Angesichts einer Thesaurierungs- und Ausschüttungsquote von jeweils 50 %, müssen die sich gegen die aus Sicht der Sachverständigen vorzugswürdigere, auf einer Analyse des Ausschüttungsverhaltens der Peer Group-Unternehmen beruhenden Ausschüttungsquote von 55,9 % richtenden Einwendungen der Antragsteller hinsichtlich ihrer Berechtigung nicht mehr abschließend gewürdigt werden.

h. Die strategischen, betriebsnotwendigen Beteiligungen wurden bei dem Beteiligungsergebnis im Ertragswert angemessen berücksichtigt, wie und insbesondere in ihrem vierten Ergänzungsgutachten überzeugend dargestellt haben. Diese wurden auf Basis der geplanten Dividendenerträge bewertet. Dabei passten die Bewertungsgutachter von die von der HypoVereinsbank geplanten Dividendenerträge jeweils in einer Art und Weise an, dass sie barwertig dem Ertragswert der jeweiligen Gesellschaft entsprechen. Als Ertragswert wurde dabei grundsätzlich der Börsenwert – gewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs – oder der höhere Betrag aus Buchwert bzw. anteiligem Eigenkapital angesetzt. Auf diese Art und Weise wurden Dividendenerträge für die strategischen HVB-Beteiligungen integraler Bestandteil der Planungsrechnung in Höhe von € 89 Mio. sowohl in der Detailplanungsphase als nachhaltig berücksichtigt.

i. Das Bewertungsgutachten von wie auch der Prüfungsbericht von legten der Ermittlung des Ertragswertes nachvollziehbar eine Steuerfreiheit der Rückführung des freien Kapitals in Höhe von € 12.562 Mio. aus der Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt sowie der das Osteuropa-Geschäft betreibenden Tochtergesellschaften zugrunde. Aufgrund dieser Maßnahme verfügte die HypoVereinsbank über erhebliche freie Eigenkapitalbestände. Um den daraus resultierenden Wertbeitrag vollständig zu erfassen, bildeten die Bewertungsgutachter das Überschusseigenkapital in der Bewertung Ertragswerterhöhung über eine fiktive steuerfreie Kapitalrückführung ab, was auch von den Abfindungsprüfern nicht beanstandet wurde. Bei dieser Vorgehensweise wurde das zum 9.1.2007 vorhandene Kernkapital der Gesellschaft pro forma unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Entkonsolidierung der Bank Austria Creditanstalt, der osteuropäischen Tochtergesellschaften sowie der weiterhin im ersten Quartal des Jahres 2007 veräußerten Gesellschaften auf das bei einer Ermittlung nach §§ 10, 10 a KWG in der damals gültigen Fassung einzubeziehende Kernkapital berücksichtigt und die entsprechenden Buchgewinne kapitalerhöhend angesetzt.

Die bis zum Zufluss am 9.1.2007 der Gesellschaft vertraglich zustehenden Zinsen wurden entsprechend den obigen Ausführungen sachgerecht im Zinsergebnis berücksichtigt. Ab dem 9.1.2007 wurde die Verzinsung mit dem Eigenkapitalansatz nach Steuern angesetzt. Die Berechnung des freien Kapitals erfolgte in Übereinstimmung mit den von I und I in ihrem Hauptgutachten vermittelten Überlegungen zutreffend unter Beachtung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben aus §§ 10, 10 a KWG. Ende des Jahres 2006 belief sich das Kernkapital auf € 15.137 Mio., das infolge des Verkaufs der Bank Austria Creditanstalt und des Osteuropa-Geschäfts um den Veräußerungsgewinn in Höhe von € 6.505 Mio. und die Kaufpreisverzinsung von € 105 Mio. angepasst wurde. Zusätzliche Anpassungen wurden aufgrund des Veräußerungsgewinns mehrerer Gesellschaften in Höhe von € 684 Mio. vorgenommen und dann in einem letzten Schritt um aufsichtsrechtliche Abzugsposten nach Grundsatz I gem. § 10 Abs. 1 KWG i.V.m. § 10 a Abs. 6, 7 KWG in der damals gültigen Fassung reduziert. Dabei wird das Kernkapital um die hälftigen Beteiligungen gem. § 10 Abs. 6, Satz 1 Nr. 2 bis 4 KWG vermindert. Damit beläuft sich die Anpassung des Kernkapitals auf insgesamt € - 463 Mio., woraus sich ein angepasstes Kernkapital von € 21.968 Mio. errechnet. Damit ergibt sich ausgehend von angepassten Kernkapital und unter Berücksichtigung eines Zielkernkapitals von € 9.899 Mio. das freie Kapital nach Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag von € 12.562 Mio.

Eine weitergehende steuerfreie Kapitalrückführung kann nicht erfolgen. Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass ein Betrag von € 800 Mio. trotz des Bestehens eines positiven steuerlichen Einlagekontos zum 31.12.2006 in Höhe von € 12.475 Mio. auf Ebene der Anteilseigner steuerpflichtig ist. Maßgeblich für die steuerliche Belastung ist neben dem Bestand des steuerlichen Einlagenkontos auch die Höhe des ausschüttbaren Gewinns im Sinne des § 27 KStG. § 27 Abs. 1 KStG schreib eine gesetzliche Verwendungsreihenfolge dar. Soweit die Gesellschaft über einen ausschüttbaren Gewinn im Sinne des § 27 Abs. 1 Satz 5 KStG verfügt, gilt dieser zunächst als verwendet. Die darüber hinausgehenden Zahlungen gelten als Einlagenrückgewähr und mindern das steuerliche Einlagekonto; diese

Beträge sind somit auf Ebene der Gesellschafter steuerfrei. Nach Berücksichtigung der Dividende des Jahres 2006 beläuft sich der verbleibende ausschüttbare Gewinn auf € 800 Mio., auf den im Halbeinkünfteverfahren eine steuerliche Belastung von 17,5 %, also ein Betrag von € 140 Mio. entfällt.

Angesichts dessen stellen sich die Überschüsse unter Beachtung der infolge der Änderung des Kapitalisierungszinssatzes erforderlichen Anpassungen wie folgt dar:

Zusammenfassende Darstellung **In Mio. €**	**Plan 2007**	**Plan 2008**	**Plan 2009**	**Plan Nachhaltig**
Operative Erträge	6.203	6.567	7.006	7.127
Wachstum in %	*6,3%*	*5,9%*	*6,7%*	*1,7%*
Verwaltungsaufwand	-3.746	-3.916	-3.973	-3.975
Operatives Ergebnis	**2.457**	**2.651**	**3.033**	**3.152**
Cost Income Ratio in %	*60,4%*	*59,6%*	*56,7%*	*55,8%*
Wachstum in %	*11,60%*	*7,90%*	*14,40%*	*3,90%*
Ergebnis vor Steuern	**1.536**	**1.696**	**2.070**	**2.194**
Wachstum in %	*39,5%*	*10,4%*	*22,1%*	*6,0%*
Ergebnis vor Steuern (adjustierter Betafaktor)	**1.529**	**1.689**	**2.063**	**2.184**
Ertragsteuern	-339	-345	-453	-667
in % vom Ergebnis vor Steuern	*-22,1%*	*-20,3%*	*-21,9%*	*-30,4%*
Fremdanteile am Ergebnis	-58	-63	-72	-74
Ergebnis der HVB Group	**1.139**	**1.287**	**1.545**	**1.454**
Ergebnis der HVB Group (adjustierter Betafaktor)	**1.132**	**1.281**	**1.538**	**1.438**
Wachstum in %	*0,6%*	*13,1%*	*20,1%*	*-6,5%*

2. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss dann nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen. Dabei muss es zu einer Herabsetzung des Kapitalisierungszinssatzes auf 8,26 % in der Detailplanungsphase und auf 7,26 % in der Ewigen Rente kommen.

   Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch

die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigenden Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007, 287, 290; NJW-RR 2014, 473, 474; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134: OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime des Halbeinkünfteverfahrens von einem typisierten Steuersatz von 35 % auszugehen.

Diesem Ansatz eines Steuersatzes von 35 % hinsichtlich der persönlichen Ertragssteuern kann nicht entgegengehalten werden, es müsse bereits das System der Abgeltungssteuer aus dem Unternehmensteuerreformgesetz vom 14.8.2007, BGBl. I S. 1912 zur Anwendung gelangen, auch wenn der Deutsche Bundestag das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 zum Stichtag der Hauptversammlung bereits in seiner Sitzung vom 25.5.2007 beschlossen hatte. Der Bundesrat stimmte auf der Grundlage von Art. 105 Abs. 3, 106 Abs. 6, 107 Abs. 1 und 108 Abs. 5 GG dem vom Deutschen Bundestag verabschiedeten Gesetz indes erst in seiner Sitzung vom 6.7.2007 und damit nach der Hauptversammlung vom 26./27.6.2007 zu. Nach der Wurzeltheorie muss dieses Gesetz indes unberücksichtigt bleiben. Bei Maßnahmen des Gesetzgebers kann eine Berücksichtigung erst dann erfolgen, wenn die an einem Zustimmungsgesetz zu beteiligenden Gesetzgebungsorgane – mithin der Deutsche Bundestag und der Bundesrat – die entsprechenden Beschlüsse gefasst haben. Von einer sicheren Zustimmung des Bundesrates in dem Sinne, dass dies nurmehr eine „reine Formsache" sei, konnte dabei auch nicht ausgegangen werden, nachdem sich die Zustimmung der Länderkammer erst am Vorabend der maßgebenden Sitzung abzeichnete (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.5.2016, Az. I-26W 2/16 [AktE]; LG München I, Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5 HK O 16022/07; Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5 HK O 6680/10). Da gerade bei den Unternehmensteuern Länderinteressen massiv tangiert sind, ist es nicht verwunderlich und durchaus nicht selten der Fall, wenn sich eine Einigung und Zustimmung durch die Länderkammer erst sehr kurzfristig abzeichnet, wie dies auch bei diesem Gesetzgebungsvorhaben der Fall war. Dies

zeigt sich namentlich an der Behandlung im ersten Durchgang, als der Bundesrat entsprechend den Empfehlungen der Ausschüsse keine Zustimmung erteilte.

a. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht auf 4,25 % vor Steuern und demgemäß auf 2,76 % nach Steuern festgesetzt.

(1) Der Basiszinssatz 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. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von den am Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; 2020, 222, 225; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; auch Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 434 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt auch, dass hier gerade nicht auf Daten der

Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Mit ihrer Hilfe wird ein Zinssatz auf der Grundlage laufzeitabhängiger, zukunftsorientierter Kapitalmarktdaten verwendet (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 481; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 437).

Auf dieser Grundlage errechnete sich ein exakter Basiszinssatz von 4,32 % vor Steuern, der dann auf 4,25 % vor Steuern abgerundet wurde. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 4,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15). Abgesehen davon wirkt sich die Abrundung nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus, nachdem diese werterhöhend wirkt.

(2) Auch ist es nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122/16). Dies ergibt sich

letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

b. Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 zu schätzen ist und vorliegend sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der Ewigen Rente auf 5,5 % nach Steuern festzusetzen ist.

(1) Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78;

ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

(2) Allerdings wird die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, nicht einheitlich beurteilt.

Mehrheitlich wird heute davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, 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 (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 144; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.). 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 Anlagenmöglichkeiten erläutere.

Die weiteren in der Literatur diskutierten Modelle sind jedoch dem (Tax-)CAPM keinesfalls überlegen, sondern weisen deutliche Schwächen auf, weshalb sie zur Ermittlung des Risikozuschlages nicht herangezogen werden können.

Die Arbitrage Pricing Theory (APT) kann nicht als geeignetes Modell bezeichnet werden. Durch diese Methode wird ein Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Risiko hergestellt. Die dabei zugrundeliegende Annahme unterscheidet sich allerdings deutlich von der

des (Tax-)CAPM. Während das CAPM bei der Schätzung der Security Market Line davon ausgeht, dass alle Anlagen effizient diversifizierende Portfolios bilden und sich der Kapitalmarkt im Gleichgewicht befindet, nimmt das APT an, in funktionierenden Märkten könne es zu keinem Fortbestehen von Arbitragemöglichkeiten kommen. Grundgedanke ist dabei, dass bei kurzfristig auftretenden Arbitragemöglichkeiten der Marktpreis von den Marktteilnehmern dahingehend beeinflusst wird, dass sich die Arbitragemöglichkeit als Ausnutzen von Preisdifferenzen für dasselbe Wertpapier an zwei unterschiedlichen Handelsplätzen auflöst. Eine Verletzung dieser Beziehung spräche daher für einen irrationalen Markt. Die zweite Annahme des APT liegt in der Erklärung von Aktienrenditen durch ein Faktorenmodell, wobei sowohl Ein- als auch Mehrfaktorenmodelle Verwendung finden. Dabei wird die Aktienrendite unter Berücksichtigung mehrerer Risikofaktoren bestimmt, wie beispielsweise die Risikoprämien für makroökonomische Größen, die das Bruttoinlandsprodukt oder die Inflationsrate darstellen. Die dritte zentrale Annahme besteht im Vorhandensein einer ausreichenden Zahl von Wertpapieren, um wertpapierspezifische Risiken durch Diversifikation zu eliminieren. Ein erheblicher Nachteil dieses Modells liegt darin, dass keine konkrete Vorgehensweise in Bezug auf die Bestimmung von relevanten Faktoren, bzw. den korrespondierenden Risikoprämien aufgezeigt wird.

In gleicher Weise kann auch für das Drei-Faktoren-Modell nach Fama-French eine Überlegenheit gegenüber dem (Tax-)CAPM nicht angenommen werden, weshalb es wie das APT zur Ableitung der Marktrisikoprämie nicht herangezogen werden muss. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohem Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden sollen. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen haben in ihrem Hauptgutachten dargestellt, dass die Ermittlung der Faktoren auf empirischer

Erklärungsgüte von Aktienrenditen basiert und somit theoretisch nicht fundiert ist. Aus einem anderem Spruchverfahren, Az. 5 HK O 16505/08 ist der Kammer aufgrund der Ausführungen des dortigen Sachverständigen, Herrn Dipl.-Kfm. Michael Wahlscheidt, zudem bekannt, dass eine noch vergleichsweise zeitnah zur Hauptversammlung durchgeführte Untersuchung von Schulz aus dem Jahr 2009 für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleine und große Unternehmen feststellen konnte. Angesichts dessen wird das Modell von Fama-French den deutschen Marktgegebenheiten nicht gerecht. Auch dieser Umstand spricht neben der kontrovers diskutierten Auswahl der Risikofaktoren gegen den Ansatz der Überlegungen von Fama & French zur Ermittlung des Risikozuschlags bei der Gesellschaft.

Auch die Sicherheitsäquivalenzmethode, die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzt, stellt keine vorzugswürdige alternative Methode zur Bestimmung des Risikozuschlags dar. Sie beruht auf der Erwägung, dass der unsichere künftige Zahlungsstrom als Grundlage der Bewertung nach der Ertragswertmethode durch einen Zahlungsstrom ersetzt wird, der anstelle des Erwartungswertes risikoneutrale Erwartungswerte abbildet. Die Diskontierung des Zahlungsstroms erfolgt dann mit dem risikofreien Zinssatz. Das Sicherheitsäquivalent ist dabei diejenige Ergebnishöhe, die bei sicherem Eintreten aus Sicht des Bewerters den gleichen Nutzen stiftet wie das volle (unsichere) Ergebnis-Verteilungsspektrum. Hierzu ist indes die Bestimmung einer Risikonutzenfunktion erforderlich. Die dieser zugrundeliegende Schätzung risikoneutraler Wahrscheinlichkeiten lässt sich beispielsweise über Marktdaten wie Optionspreise bei Annahme der Arbitragefreiheit ermitteln. Indes stellt die Risikonutzenfunktion ein abstraktes Konzept dar, dessen Bestimmung in Bezug auf den konkreten Funktionsverlauf mit solchen Herausforderungen verbunden ist, dass sie in der Bewertungspraxis keine Anwendung findet und schon deshalb nicht geeignet sein kann, den Risikozuschlag abzuleiten. Die Überlegungen für den Ansatz einer bestimmten Methode, wie sie oben einleitend unter B. II. dargestellt wurden, müssen hier in gleicher Weise geltend. Zudem ist,

wie der Kammer aus den Verfahren 5 HK O 7819/09 durch die Aussage der dort bestellten Sachverständigen Wolfgang Alfter und Wolfram Wagner bekannt ist, dass eine darauf beruhende Bewertung intersubjektiv kaum oder gar nicht nachprüfbar ist, nachdem sie die Kenntnis der Risiko-Nutzen-Funktion der Eigentümer voraussetzt.

Für die von Gleißner entwickelte Ermittlung der Kapitalkosten auf der Grundlage des Ertragsrisikos, das anhand von Variationskoeffizienten von Ertrag oder von freiem Cash-Flow gemessen wird, wobei dieser das Verhältnis der Standardabweichung zum Ertragswert darstellt, muss ungeachtet des dieser Methode innewohnenden Vorteils einer Ermittlung ohne Heranziehen von Kapitalmarktdaten gelten, dass sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Praxis für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen nicht angewandt wird, sondern nur vereinzelt für Bewertungsanlässe außerhalb solcher Maßnahmen. Somit fehlt es an einer zentralen Voraussetzung entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II.

Angesichts dessen konnte und kann auf das (Tax-)CAPM zurückgegriffen werden, um den Risikozuschlag zu schätzen.

(a) Die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern bedarf keiner Korrektur.

(aa) Sie liegt innerhalb der zum damaligen Stichtag vom FAUB des IDW empfohlenen Bandbreite einer Marktrisikoprämie von 5,0 % bis 6 % nach Steuern. Da es um die Herleitung künftiger Risiken geht, haben die Sachverständigen überzeugend dargestellt, dass es nicht ausreichend sein kann, alleine auf die historischen (ex post-)Daten abzustellen. Vielmehr müssen auch die zum Bewertungsstichtag im Kapitalmarkt zu beobachtenden impliziten (ex ante-)Marktrisikoprämien berücksichtigt werden. Ihre Zukunftsbezogenheit ermöglicht eine Konsistenz bei der Ableitung von Kapitalkosten und von finanziellen Überschüssen und reagiert

folglich auch kurzfristig auf Kapitalmarktveränderungen. Andererseits können implizite Marktrisikoprämien aber nicht als alleinige Grundlage zur Ableitung der Marktrisikoprämie herangezogen werden, was ; und ı in ihren Gutachten ebenfalls überzeugend herausgearbeitet haben. Zum einen gibt es keine genügende Zahl von Analystenschätzungen für alle börsennotierte Unternehmen. Weiterhin besteht bei den impliziten Kapitalkostenmodellen eine starke Modellabhängigkeit, was zu einer großen Bandbreite an impliziten Eigenkapitalkosten bzw. Marktrisikoprämie führt; eine einheitliche oder gar richtige Methode hat sich bislang nicht etablieren können. Zum anderen muss der gravierende Nachteil der Zirkularität gesehen werden. Anders als beim klassischen Bewertungskalkül geht der aktuell beobachtbare Aktienkurs als gegebene Größe in die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten ein. Damit aber hängen diese von Preisen ab, die üblicherweise auch nicht rationale oder nicht monetäre Verhaltensweisen der Anleger an einer Börse widerspiegeln, während die Eigenkapitalkosten aber gerade dazu benötigt werden, einen fundamentalen Unternehmenswert zu finden, der von den individuellen Vorstellungen und Motiven einer Vielzahl von Anlegern losgelöst ist. Zudem können sich implizite Eigenkapitalkosten und Marktrisikoprämien permanent verändern, weshalb eine stetige Veränderung der impliziten Eigenkapitalkosten und der Marktrisikoprämien ohne nennenswerte Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der Risikoaversion der Anleger als wenig objektiv und nachvollziehbar erscheint. Dies kann zu weitgehenden Gestaltungsspielräumen bei der Wahl des Bewertungsstichtages führen. Demgemäß belegen auch die im Hauptgutachten zitierten Studien je nach Betrachtungszeitraum und Modellspezifikation erhebliche Bandbreiten bei impliziten

Marktrenditen zwischen 6,9 % und 12,5 % und implizite Marktrisikoprämien vor persönlichen Ertragssteuern zwischen 1,1 % bis 7,3 % bei einem arithmetischen Mittel von etwa 4,2 %. In dem Vorkrisenzeitraum von Anfang 2006 bis Ende 2007 bewegte sich die implizite Marktrisikoprämie in einer Größenordnung zwischen etwa 4 % bis 5 %.

Angesichts dieser Ausgangssituation mit den Schwächen auch der Ableitung des Risikozuschlags aus der impliziten Marktrisikoprämie sind zudem ex post-Studien heranzuziehen, wie dies vielfach in der Bewertungspraxis geschah und geschieht, wobei das Ergebnis der Auswertung historischer Marktrisikoprämien anhand von ex post-Daten durch den Umfang des Marktportfolios und des risikolosen Zinssatzes, von Referenzzeitraum und Renditeintervall, der Berücksichtigung der Besteuerung mit vor allem der persönlichen Ertragsteuern sowie der Art der Mittelwertbildung – arithmetisch oder geometrisch – abhängt. Die Sachverständigen leiteten aus einer Vielzahl vorliegender Studien für Deutschland eine Marktrisikoprämie von durchschnittlich 4,5 % vor Steuern ab, wobei sie sich auf den Mittelwert aus geometrischem Mittel von 3,1 % und arithmetischem Mittel von 6 % stützten. Bei der Frage der Art und Weise der Mittelwertbildung erteilten sie dem geometrischen Mittel eine Absage. Vielmehr erachten sie eine Ableitung über eine Mittelwertbildung zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel als sachgerecht, weil ein unendlich langer Aufwärts- oder Abwärtstrend bei unkorrelierten Renditen entsprechend dem Ansatz des arithmetischen Mittels ebenso unwahrscheinlich ist wie eine Umkehr der Renditen in jeder Periode, wie sie bei der korrelierten Aktienkursentwicklung entsprechend dem geometrischen Mittel aufträte.

Eine deutlich niedrigere Zahl von Studien – nämlich im Wesentlichen die von Stehle aus dem Jahr 2004 und die von

Feri Trust – weisen eine Risikoprämie zwischen 3,5 % und 6,66 % aus, wobei der Mittelwert aus den durchschnittlichen geometrischen und arithmetischen Risikoprämien nach persönlicher Einkommenssteuer 5,2 % beträgt. Angesichts dieser geringen Datenbasis haben die gerichtlich bestellten Sachverständigen eine wertneutrale Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern retrograd abgebildet und diese mit der umfangreichen Zahl an empirischen Studien verglichen. Bei einer Abstraktion von persönlichen Steuern würden Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern in Höhe von 9,66 % und davon abgeleitet eine wertneutrale Marktrisikoprämie vor persönlicher Einkommenssteuer von 4,92 % resultieren, um entsprechend dem Bewertungsgutachten eine unveränderten Ertragswert der HypoVereinsbank in Höhe von € 28.162 Mio. zu ermitteln. Diese wertneutrale Marktrisikoprämie von 4,92 % vor persönlichen Einkommenssteuern impliziert wiederum unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag vorherrschenden Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern eine Marktrendite vor persönlichen Steuern und dementsprechend Eigenkapitalkosten des Gesamtmarktes – also bei einem Beta-Faktor vor 1,0 – von etwa 9,2 %. Diese aus dem Bewertungskalkül der Gesellschaft retrograd ermittelte Marktrendite vor persönlichen Steuern in Höhe von etwa 9,2 % liegt innerhalb einer am Kapitalmarkt beobachteten Bandbreite von 6,9 % bis 12,5 % auf Basis impliziter ex ante ermittelter Marktrenditen bzw. 7,7 % bis 16,6 % auf Basis ex post ermittelter Marktrenditen. Die retrograd ermittelte wertneutrale Marktrendite im Bewertungskalkül der HypoVereinsbank von 9,2 % liegt jedoch deutlich sowohl unterhalb des empirischen Mittelwertes der historischen Marktrendite vor persönlicher Einkommenssteuer in Höhe von 11,4 % als auch unterhalb des empirischen Mittels impliziter Kapitalmarktrenditen vor persönlicher Einkommen-

steuer von etwa 9,8 %. Andererseits kann auch hier nicht übersehen werden, dass die impliziten Marktrenditen und Marktrisikoprämien entsprechend den obigen Ausführungen nicht frei von Schwächen sind.

Bei dieser Gesamtsituation erachtet die Kammer den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern für den Stichtag 27.6.2007 als angemessen. Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der Erwägung heraus ableiten, angesichts der Fortentwicklung der Daten aus der Stehle-Studie könne nur eine Marktrisikoprämie von maximal 4,75 % angemessen sein. Auch die Ausführungen im Parteigutachten von zu diesem Komplex gelangen unter Berücksichtigung der Fisher-Hypothese zu einer Bandbreite von Marktrisikoprämien zwischen 3,82 % nach dem geometrischen Mittel und 6,18 % nach dem arithmetischen Mittel. Innerhalb dieser Bandbreite liegt auch der hier anzunehmende Wert von 5,5 %. Für dessen Ansatz spricht vor allem auch Grundgedanke der Risikoäquivalenz, wonach die Planung der Überschüsse im Zähler zum Nenner mit den Kapitalkosten passen muss. Da die Plannahmen der HypoVereinsbank als ambitioniert einzustufen sind, muss sich dieser Ansatz auch beim Risikozuschlag widerspiegeln.

(bb) Dem kann nicht entgegengehalten werden, in dieser Vorgehensweise liege ein Verstoß gegen den Grundsatz der Laufzeitäquivalenz aufgrund der Subtraktion des stichtagsbezogenen Basiszinssatzes von der erwarteten Marktrendite. Es kann nämlich nicht davon ausgegangen werden, der Basiszinssatz müsse der Ausgangspunkt zur Bestimmung der Marktrisikoprämie sein. Die Marktrisikoprämie wird vielmehr aus der Differenz der Gesamtrenditeforderung und der risikofreien Alternativanlage ermittelt. Auch aus der Tatsache der fehlenden Laufzeitäquivalenz des

REXP lässt sich nicht ableiten, die Marktrisikoprämie müsse um mindestens 58 Basispunkte sinken. Für die Bestimmung der Marktrendite spielt der REXP keine Rolle. Als Subtrahend wäre er nur relevant, wenn ausschließlich die zitierten Studienergebnisse hinsichtlich der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern herangezogen werden würden. Die Marktrisikoprämie wurde gerade nicht ausschließlich unter Verwendung des REXP ermittelt. im Rahmen ihrer Analysen übernahmen die Sachverständigen aus der Studie von Prof. Dr. Stehle lediglich die Informationen in Bezug auf die Marktrendite, weshalb kein Abzug von 50 oder gar 58 Basispunkten vorgenommen werden muss. Die Marktrisikoprämie stellt sich als Residualgröße dar. Auf Basis der von den Sachverständigen ausgewerteten Studien ergibt sich eine Bandbreite vertretbarer Marktrenditen, die nach Abzug des zum Bewertungsstichtag herrschenden Basiszinssatzes zur Marktrisikoprämie vor bzw. nach persönlichen Steuern führt. In ihrem ersten Ergänzungsgutachten erläuterten die Sachverständigen ebenso, dass die erwartete Marktrendite innerhalb der langfristig am Kapitalmarkt beobachtbaren Bandbreiten liegt, weshalb die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht unangemessen ist.

Dieser Ansatz vernachlässigt auch nicht den Einfluss der Jahre des Wirtschaftswunders von 1955 bis 1959; von einer dadurch bedingten Verzerrung der Marktrisikoprämie nach oben kann nicht ausgegangen werden, nachdem sowohl mit den Studien von Stehle aus dem Jahr 1999 als auch mit der von Wenger aus dem Jahr 2005 auf Basis realisierter Aktienrenditen der CDAX im Zeitraum von 1962 bis 2006 die historisch ermittelte Marktrendite zwischen 7,9 % nach dem geometrischen und 10,4 % nach dem arithmetischen Mittel lag, woraus sich ein Mittelwert von 9,1 % errechnete. Dies stimmt bis auf 0,1 Prozentpunkte mit der ermittelten

wertneutralen Marktrendite von 9,2% entsprechend den Plausibilitätserwägungen der Sachverständigen I

/ ıd (überein. Dies spricht für die Angemessenheit der Marktrisikoprämie auch ohne Berücksichtigung des Zeitraumes der Jahre 1955 bis 1959.

Soweit einerseits die von den Sachverständigen herangezogenen ex post-Studien zur Marktrisikoprämie Durchschnittswerte von 4,0 % vor Steuern und 5,25 % nach Steuern ausweisen und andererseits die von ihnen retrograd ermittelte wertneutrale Marktrisikoprämie mit 4,92 % angesetzt wurde, kann aus dieser Differenz aus Vor- und Nachsteuergröße von 1,2 bzw. 0,58 Prozentpunkten nicht auf die Fehlerhaftigkeit des Ansatzes einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern geschlossen werden. Es erfolgte nämlich eine mehrfache Aggregation von Studien zur Errechnung der Marktrisikoprämie vor bzw. nach persönlichen Steuern, wobei durch die unterschiedliche Anzahl von Studien zur Ermittlung einzelner Durchschnittswerte die Möglichkeit einer zusätzlichen Verzerrung besteht. Die Studienwerte sind durch die hintereinander geschaltete Durchschnittsbildung so hoch aggregiert, dass der gemachte Zusammenhang nicht mehr bestehen kann. Es wurden nämlich auch sehr heterogene Daten sowohl bezüglich des Zeitraumes wie auch der Datenquellen für die relevanten Parameter herangezogen und durch die Mittelwertbildung vermischt. Dadurch, dass die Sachverständigen mögliche Schwächen einzelner Studien benannten, existiert unter Einschluss der kritischen Studien ebenso Verzerrungspotential. Zudem unterstellt die geäußerte Kritik, dass die Marktrisikoprämie eine historische Größe sei, was jedoch sowohl im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als auch in der Wissenschaft stark angezweifelt wird. Bei Konstanz der Marktrisikoprämie müsste eine sehr starke positive Korrelation zwischen dem Anstieg der Gesamtrenditeforderung

und dem Anstieg des Basiszinssatzes bestehen, was indes auf der Grundlage empirischer Analysen nicht beobachtbar ist. Aus diesem Grunde besteht der behauptete Zusammenhang einer Marktrisikoprämie von 4 % von Steuern zu einer Marktrisikoprämie nach Steuern von unter 5 % gerade nicht, wie die Sachverständigen überzeugend erläutert haben. Sie haben in ihrer Stellungnahme gerade keine gleichbleibende Gesamtrendite angenommen. Sie verwiesen vielmehr auf das Fehlen gesicherter Annahmen zu der Problematik, ob gleichbleibende Gesamtrenditen oder gleichbleibende Marktrisikoprämien die Entwicklungen am Kapitalmarkt besser reflektieren würden; dies haben sie ihrem dritten Ergänzungsgutachten nochmals klargestellt.

Aus der sinkenden Renditeerwartung im Private Equity-Geschäft kann kein Rückschluss auf die Notwendigkeit einer niedrigeren Marktrisikoprämie gezogen werden. Die Private Equity-Renditen basieren auf einer deutlich kürzeren Beobachtungsperiode von 2000 bis 2007 und einer mit zehn Jahren abweichenden Haltedauer der jeweiligen Private Equity-Beteiligungen im Vergleich zur Ermittlung der Marktrenditen bzw. Marktrisikoprämien. Zudem unterscheidet sich der Investitionsfokus, da Private Equity-Fonds mit Sitz in Deutschland auch außerhalb Deutschlands Investitionen tätigen können, während im Rahmen der Marktrisikoprämie der Gesamtmarkt ausschließlich durch Unternehmen mit Sitz in Deutschland repräsentiert wird. Auch besteht keine Vergleichbarkeit zu den Renditen, die zur Ermittlung der Marktrisikoprämie aus dem CDAX, DAX 30 oder anderen Indices ermittelt werden, weil Private Equity-Fonds traditionell und weit überwiegend in nicht börsennotierte Unternehmen investieren, weshalb diese den alternativen Anlageklassen zugerechnet werden. Doch selbst wenn man einen Vergleich der Private Equity-Renditen mit den Gesamtmarktrenditen durchführt, zeigt dies, dass historisch

marktübliche Renditen deutscher Private Equity-Investments bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren eine Internal Rate of Return von 11 % im arithmetischen Mittel und von 9 % im Median aufweisen. Angesichts einer Gesamtrenditeerwartung von 9,83 % als Basis der Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern wird dadurch der Ansatz einer nachhaltigen Renditeerwartung für die Private-Equity-Beteiligungen im Grundsatz bestätigt. Durch die Reduzierung der Erträge in diesem Bereich um € 20 Mio. im Terminal Value liegt die von der HypoVereinsbank erwartete Rendite innerhalb einer langfristig beobachtbaren, marktüblichen Rendite-Bandbreite.

Weiterhin plausibilierten die Sachverständigen
und die Marktrisikoprämie nach Steuern anhand externer Daten. Es stellte sich dabei für sie die Frage, inwieweit Basiszinssatz und Marktrisikoprämie zusammenpassen. Die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern und die oben angeführten Eigenkapitalkosten vor Steuern in Höhe von 9,1 % basieren auf dem niedrigeren Beta-Faktor. Dieser Wert von 9,1 % wurde von ihnen auch mit Goodwill-Impairmenttests der HypoVereinsbank abgeglichen, wo 8,4 % angesetzt wurden. Von der Intention her lässt sich entsprechend ihren Ausführungen bei ihrer Anhörung belegen, dass bei Goodwill-Impairmenttests niedrigere Eigenkapitalkosten angesetzt werden, weil das Risiko einer (außerplanmäßigen) Abschreibung des Goodwill gemindert werden soll. Die Aufgaben eines Impairmenttests unterscheiden sich von denen der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme, weil ein Impairmenttest in erster Linie Bezug zur Bilanzierung hat und nicht der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes dient (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O

16371/13). Daher ist ein Rückschluss auf niedrigere Eigenkapitalkosten beim Impairmenttest auf einen zu gering angesetzten Kapitalisierungszinssatz im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht statthaft.

(cc) Die Sachverständigen erläuterten, dass auch eine Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern aus ihrer Sicht als vertretbar angesehen werden müsse. Allerdings bezeichneten sie dennoch die von der Kammer auch angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als naheliegend, nachdem die Planung – auch in Übereinstimmung mit Äußerungen des Vorstandsvorsitzenden Rolf Friedhofen zu den Vorgaben aus der Kapitalmarktpräsentation der Antragsgegnerin – als durchaus ambitioniert zu bezeichnen ist. Demgemäß wiesen die Sachverständigen bereits in ihrem Gutachten vom 2.10.2017 darauf hin, die nachhaltige Eigenkapitalrendite liege spürbar über den Eigenkapitalkosten.

(dd) An- und Verkaufsspesen des einzelnen Aktionärs müssen bei der Ableitung der Marktrisikoprämie außer Betracht bleiben. Diese betreffen die persönliche Situation der Antragsteller und sind daher ohne Einfluss auf die Marktrisikoprämie als Teil des Kapitalisierungszinssatzes, der wiederum dazu dient, entsprechend den Vorgaben aus § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG die Verhältnisse der Gesellschaft bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen, nicht aber die des einzelnen Aktionärs mit dem ihm individuell entstehenden Kosten aus der Verwaltung seines Vermögens.

(b) Der zur Bestimmung des individuellen Risikos der Gesellschaft notwendige Beta-Faktor war auf 1,0 festzusetzen. Der Beta-Faktor gibt an, wie sich die Rendite des zu bewertenden

Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält, so dass er das unternehmensindividuelle Risiko ausdrückt. Dabei beschreibt der Beta-Faktor, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Markt Portfolios zu erwarten ist. Somit ist er kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Dabei erfolgt die Ableitung des künftigen Beta-Faktors bei börsennotierten Unternehmen aus historischen Kapitalmarktdaten anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite auf die Rendite des Aktienindex, wobei der Beta-Faktor die Steigerung der Regressionsanalyse angibt (vgl. OLG Karlsruhe, AG 2013, 880, 881 = Der Konzern 2013, 499, 512; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9.1.2014, Az. 26 W 22/12 (AktE) – zit. nach juris; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 795; NZG 2020, 339, 346 = AG 2020, 298, 302 = ZIP 2020, 810, 818; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 45 a; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 155 und 158;). Sofern das unternehmenseigene Beta aussagekräftig und nicht durch Sonderfaktoren verzerrt ist, ist dieses zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos heranzuziehen und gegenüber der Ermittlung aus einer Peer Group vorzugswürdig. Dies resultiert aus der Überlegung, dass der eigene Beta-Faktor im Zweifelsfall das systematische, operative Risiko der Gesellschaft unmittelbar wiedergibt, weshalb er der beste Indikator für den künftigen Beta-Faktor ist (vgl. OLG Frankfurt, AG 2017, 790, 795; NZG 2020, 339, 346 = AG 2020, 298, 303 = ZIP 2020, 810, 818; OLG Karlsruhe BeckRS 2017, 124, 895; OLG Düsseldorf BeckRS 2016, 21, 367 = AG 2016, 584, 567; BeckRS 2016, 111006; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 163; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. 305 Rdn. 47; Franken/Schulte/Brunner/Dörschell, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S.407 ff.).

(aa) Vorliegend kann der originäre Beta-Faktor der HypoVereinsbank angesichts der Besonderheiten der Gesellschaft allerdings nicht als allein aussagekräftig angesehen werden, auch wenn er vom Grundsatz her die Voraussetzungen für seine Heranziehung nicht von vorneherein auszuschließen wären, aber ohne weitere Analysen neben den vielfach herangezogenen Parametern nicht abschließend zu beurteilen sind. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen ermittelten zulässigerweise unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten der Finanzdatenbankanbieter S & P Capital IQ sowie Bloomberg abhängig vom Referenzzeitraum und dem Renditeinterwall Beta-Faktoren zwischen 0,05 und 1,85, wie der Tabelle 53 ihres Hauptgutachtens zu entnehmen ist.

Bei der Beurteilung der Aussagekraft muss eine bestimmte Zahl von Datenpunkten vorliegen, um zu statistisch signifikanten Aussagen zu gelangen. Demgemäß können nur die Beobachtungszeiträume von zwei, drei und fünf Jahren bei wöchentlichen Renditeintervall sowie ein fünfjähriger Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervall angesetzt werden; hier bewegen sich die maßgeblichen Beta-Faktoren nur mehr zwischen 0,62 und 1,85. Diese Werte können entsprechend der Auswertung über den t-Test auch als statistisch signifikant angesehen werden. Allerdings kann allein auf der Basis des t-Tests eine Aussage über die Angemessenheit der verbleibenden Beta-Faktoren von 0,68, 0,76 und 1,46 bei wöchentlichen Renditeintervallen und von 1,85 bei monatlichen Renditeintervallen nicht getroffen werden.

Das Heranziehen des deutlich niedrigeren Beta-Faktors aus dem einjährigen Renditeintervall von 0,62 lässt sich nicht rechtfertigen. So fehlt es bereits an einer ausreichenden Zahl an Datenpunkten, auch wenn wöchentliche Rendi-

teintervalle herangezogen werden. Gerade bei einem einjährigen Beobachtungszeitraum reagieren Beta-Faktoren aufgrund der Arithmetik der Regressionsanalyse in hohem Maße volatil auf abrupte Geschäftsveränderungen und Marktschwankungen, während sich Beta-Faktoren bei einem fünfjährigen Beobachtungszeitraum durch Zeit, Stabilität und eine träge Reaktion auf neue oder kurzfristige Marktentwicklungen auszeichnen. Weiterhin weist die Darstellung wöchentlicher Renditeintervalle über einen Zeitraum von nur einem Jahr die größte Abweichung der oberen/unteren Grenze vom verschuldeten Beta-Faktor von 0,62 auf, weil das Konfidenzintervall zwischen 0,32 und 0,91 schwankt. Bei den längeren Beobachtungszeiträumen von zwei, drei und fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen weist dagegen das 95 %-Konfidenzintervalle relative Bandbreiten von nur 32 %, 27 % und 12 % auf und ist folglich sehr viel stabiler. Tägliche Renditeinterwalle sind regelmäßig verzerrt und somit mangels einer Normalverteilung nicht geeignet, um künftige Beta-Faktoren zu schätzen.

Vielmehr müssen in Übereinstimmung mit der Bewertungspraxis längere Referenzzeiträume herangezogen werden, nachdem die Wahl von Renditeintervall und Schätzzeitraum in Abhängigkeit voneinander erfolgen. Diesen statistisch signifikanten Beta-Faktoren gibt auch das Bestimmtheitsmaß R^2 im Ausgangspunkt eine hinreichende Aussagekraft. Das Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Die ermittelten Werte besagen also, dass das Risiko der Aktie zwischen 26 %, 27 %, 25 % und 49 % bei wöchentlichen Renditeintervallen und zu 64 % bei einem fünfjährigen Betrachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen bestimmt sind.

Gerade in jüngerer Zeit werden vor allem Liquiditätskennziffern neben den statistischen Kennzahlen zur Würdigung der Prognoseeignung der historischen Beta-Faktoren herangezogen. Dies beruht auf der Erwägung, dass die Regression von Beta-Faktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen ökonomischer Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel auf neue, kursrelevante Informationen sind. Dies wird beim Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Dabei steht diese aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Überprüfung in Einklang mit der Modellwelt des CAPM, das auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht. Einer der zentralen Gradmesser für eine dann zu bejahende ausreichende Liquidität sind die Bid-Ask-Spreads. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolgedessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er durch die höheren Bid-Ask-Spreads bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste. Bei der HypoVereinsbank gab es nach den Feststellungen der Sachverständigen einen vergleichsweise liquiden Zeitraum bis zum17.11.2015, als der Beta-Faktor für den zwei Jahre dauernden Referenzzeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen bei 1,09, für den dreijährigen Zeitraum bei 1,45 und den fünfjährigen Zeitraum bei 1,81 lag. Die relativen Bid-Ask-Spreads bewegten sich ab dem 17.11.2005 in einer Bandbreite zwischen 0,1 % und 1,6 % bei einem arithmetischen Mittel von 0,5 %. Die relativen

Bid-Ask-Spreads der Aktie der HypoVereinsbank lagen im Durchschnitt von zwei Jahren bei 0,43 %, von drei Jahren bei 0,34 % und von fünf Jahren bei 0,35 %. In derselben Zeitspanne betrug der tägliche Handelsumsatz € 32,905 Mio., € 51,327 Mio. und € 54,087 Mio.; das tägliche Handelsvolumen in Stück lag bei 1.284.528, 2.533.480 und 3.204.095. Gerade diese Zahlen belegen zwar einerseits eine hinreichende Liquidität der Aktie, auch wenn es hierfür keine allgemein gültigen Grenzwerte zur Abgrenzung von liquiden und illiquiden Aktien gibt. Weiterhin wird vielfach davon ausgegangen werden, dass bei Bid-Ask-Spreads in einer Größenordnung von unter 1 % bis 1,25 % von einer hinreichend liquiden Aktie ausgegangen wird (vgl. LG München I, Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5 HK O 5711/19). Auch die weiteren Liquiditätskennziffern vom täglichen Handelsumsatz und Handelsvolumen sprechen für die Liquidität der Aktie und damit für die grundsätzliche Eignung des unternehmensindividuellen Beta-Faktors der Gesellschaft.

Andererseits zeigt die geschilderte Gesamtentwicklung auch, dass es nicht sachgerecht sein kann, bei der HypoVereinsbank ausschließlich auf den originären Beta-Faktor abzustellen, weil dieser allein nicht als Schätzer für das künftige systematische Risiko der Bewertungsrelevanten Nettozuflüsse taugt. Die erheblichen Unterschiede des originären Beta-Faktors mit Werten von 0,68 bis 1,46 bei wöchentlichen Renditeintervallen sprechen bereits für einen Strukturbruch oder Marktverzerrungen. Der rollierende Beta-Faktor der HypoVereinsbank sinkt bei einem dreijährigen Referenzzeitraum und wöchentlichen Renditeintervallen ab Mitte 2005 ausgehend von 1,69 auf 0,76 zum Bewertungsstichtag hin ab. In gleicher Weise sinkt auch das rollierende Bestimmtheitsmaß R^2 von 0,56 auf 0,25. Die Entwicklung des absinkenden Beta-Faktors würde auf ein

sinkendes operatives Geschäftsrisiko hindeuten. Allerdings muss gesehen werden, dass sich die Aktienentwicklung der HypoVereinsbank von ihrem operativen Geschäftsrisiko tatsächlich abgekoppelt hat. Nach der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung am 12.6.2005 mit der Absicht der Übernahme der Gesellschaft durch die Antragsgegnerin durch ein Umtauschangebot von fünf Aktien der Antragsgegnerin für eine Aktie der HypoVereinsbank bis zum rechtlichen Vollzug der Transaktion am 17.11.2005 bewegte sich der Kurs der Aktie der HypoVereinsbank nahezu parallel zu dem der [redacted]-Aktie. Auch nach Abschluss bis zum Sommer 2006 entwickelten sich die Aktienkurse beider Gesellschaften sehr ähnlich, wie die Abbildung 11 im Hauptgutachten vom 2.10.2017 aufzeigt. Eine sich deutlich stärker unterscheidende Entwicklung trat danach erst ab Mitte 2006 ein. Zwischen dem 12.6.2005 und dem 17.11.2005 beträgt die Korrelation der Aktienkurse der HypoVereinsbank und der Antragsgegnerin etwa 99,3 %; sie weichen also nur minimal von einer 100 %-igen und damit vollständigen Deckungsgleichheit ab. Demgegenüber ist ein auffälliger Gleichlauf mit dem gesamten Aktienmarkt nicht erkennbar. Die Korrelation zwischen HypoVereinsbank und CDAX bzw. von [redacted] und CDAX betrug lediglich 75,0 % bzw. 74,0 %. Daraus kann aber nicht auf einen Gleichlauf des CDAX mit den Aktienkursen der beiden Unternehmen der HypoVereinsbank und der Antragsgegnerin geschlossen werden. Ebenso wenig kann aus den im Trend sehr ähnlichen Kursverläufen der Aktien der HypoVereinsbank und des CDAX geschlossen werden, der Aktienkurs der HVB gäbe das operative Geschäftsrisiko sachgerecht und unverzerrt wieder. Andererseits zeigten die Sachverständigen mittels einer Regressionsanalyse für den Zeitraum von Ende 2004 bis zum 12.6.2005 sowie vom 12.6.2005 bis zum 17.11.2005, dass vor der Ad hoc-Mitteilung vom

12.6.2005 gerade kein Gleichlauf der Kursentwicklungen zu beobachten war. Bis zu diesem Zeitpunkt waren lediglich 18 % des Aktienkursverlaufes der HypoVereinsbank durch den Aktienkursverlauf der Antragsgegnerin erklärbar, während es danach bis zum 17.11.2005 99 % waren. Daraus wird aber deutlich, dass der Aktienkurs der Gesellschaft primär durch die Kursentwicklung der -Aktie und allenfalls stark eingeschränkt durch das operative Geschäftsrisiko getrieben war. Auch im Zeitraum zwischen dem 17.11.2005 und dem 30.6.2006 liegt das Bestimmtheitsmaß R^2 mit 0,68 deutlich höher als für den Zeitraum vor der Bekanntgabe der Transaktion, weshalb der Kurs der Aktie der HypoVereinsbank allenfalls eingeschränkt durch das eigene operative Geschäftsrisiko getrieben war.

Allein aus der Tatsache, dass es zum Zeitpunkt des Aufkommens von Übernahmegerüchten am 10.1.2005, der Bestätigung der Gespräche am 30.5.2005, dem Übernahmeangebot vom 26.8.2005 und der Bekanntgabe des Squeeze out am 22.1.2007 keine signifikanten Kursausschläge im Vergleich zur Peer Group gegeben haben soll, lässt sich kein anderes Ergebnis rechtfertigen. Die genannten Zeitpunkte sind nämlich zum einen nicht aussagekräftig. Vereinzelte Übernahmegerüchte, deren Quellen den Sachverständigen zudem nicht bekannt waren, dürften die Aktienkurse nicht nachhaltig beeinflussen. Das nach der Bekanntgabe der beabsichtigten Übernahme am 12.6.2005 durch die Antragsgegnerin erfolgte formelle Übernahmeangebot beinhaltete kaum neue Informationen, die Auswirkungen auf den Aktienkurs der HVB gehabt haben konnten. Im Zeitpunkt der Bekanntgabe des Squeeze out am 22.1.2017 hielt die Antragsgegnerin bereits mehr als 95 % der Anteile an der HypoVereinsbank; das Handelsvolumen war bereits deutlich reduziert und die Bid-Ask-Spreads deutlich erhöht,

weshalb auch diesem Zeitpunkt keine erhöhte Aussagekraft beigemessen werden kann. Zum anderen ist die Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group Unternehmen für die Beurteilung des Gleichlaufes der Aktienkursentwicklung der Antragsgegnerin und der HypoVereinsbank ohne Bedeutung.

Eine Abkoppelung des Aktienkurses bzw. des Beta-Faktors der Gesellschaft zeigt sich auch an den Auswirkungen der Ad hoc-Mitteilung vom 12.9.2006 über die Bekanntgabe der Veräußerung des gesamten Osteuropa-Geschäfts einschließlich der Bank Austria Creditanstalt an die Antragsgegnerin. Weder zum Zeitpunkt der Bekanntgabe noch danach wies die Aktie der HypoVereinsbank einen signifikanten Kursausschlag auf, obwohl mit dieser Veräußerung eine wesentliche Änderung des Geschäftsrisikos und der Ertragsaussichten der Gesellschaft verbunden war. Da aber der Börsenkurs der HypoVereinsbank-Aktie im Beobachtungszeitraum unmittelbar vor dem Bewertungsstichtag das operative Geschäftsrisiko zeitweise nicht oder zumindest in nicht unerheblichem Ausmaß nur einschränkend reflektiert, kann er nicht zum alleinigen Maßstab zur Ableitung des unternehmensindividuellen Beta-Faktors und damit des Risikos der HypoVereinsbank gemacht werden.

Bei der Beurteilung der Angemessenheit des unternehmenseigenen Beta-Faktors als Schätzer des Risikos der Gesellschaft in der Zukunft muss der künftige Beta-Faktor zwar die Risikoänderung durch den Verkauf des Osteuropa-Geschäfts samt der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigen, nicht jedoch die Integration der UBM im April 2007, weil diese als additiver Sonderwert in den Unternehmenswert einfloss. Der Verkauf der Bank Austria Creditanstalt und der in Osteuropa tätigen Tochtergesellschaften führt zu einer Substitution des riskanten Geschäftsmodells

in Osteuropa durch Barmittel in Form des zugeflossenen Kaufpreises. Da die Volatilität dieser Barmittel im Vergleich zum risikoreichen Bankengeschäft in Osteuropa annähernd 0 entspricht, müssen sich das gewichtete Geschäftsrisiko und damit der unternehmenseigene Beta-Faktor im Zuge der Veräußerung des Osteuropa-Geschäfts zwingend reduzieren. Die Barmittel dienen de facto als zusätzlicher Risikopuffer für etwaige Verluste, weshalb sie aus Sicht des Anteilseigners eine Abnahme des Gesamtrisikos nach sich ziehen. Dieses Geschäftsrisiko und damit der Beta-Faktor ist nach der Portfoliotheorie definiert aus der Summe der gewichteten Einzelrisiken der Gesellschaft. Am Kapitalmarkt beobachtbar ist das selbstständige Geschäftsrisiko, wobei aber das Risikoprofil in der jüngeren Vergangenheit für den Zeitraum vor September 2006 zunächst noch das Osteuropa-Geschäft umfasst und ab September 2006 neben dem Cash-Effekt des freien Kapitals auch den Effekt aus der Integration der UBM ab April 2007 zeitanteilig abbildet. Demgemäß muss der Cash-Effekt zeitanteilig aus den zwei, drei oder fünf Jahre umfassenden Beobachtungszeiträumen eliminiert werden, wobei unterstellt wurde, dass das freie Kapital aus dem Verkaufserlös risikolos ist und folglich einen eigenen Beta-Faktor von Null aufweist. Ausgehend von dem roulierenden Beta-Faktor bei einem dreijährigen Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen ermittelten die Sachverständigen einen um den Cash-Effekt bereinigten originären Beta-Faktor von 0,88 bzw. gerundet 0,9, der deutlich über den am Kapitalmarkt beobachtbaren unbereinigten Wert von 0,76 liegt. Zum 30.3.2007 als dem Tag der Bekanntgabe der Einbringung des Investmentbanking-Geschäfts der UBM lag der um den Cash-Effekt bereinigte unternehmenseigene Beta-Faktor der HypoVereinsbank bei rund 1,05 und gerundet bei 1,0, also wiederum deutlich über dem am Kapitalmarkt

beobachtbaren unbereinigten Wert von 0,91. Der Beta-Faktor zum 30.3.2007 spiegelt letztmalig das operative Risiko der Gesellschaft wider, das einerseits unbeeinflusst war von den Geschäftsaktivitäten im Zusammenhang mit der Einbringung der UBM und andererseits die Risikoreduzierung aus dem freien Kapital der Veräußerung des Osteuropa-Geschäfts berücksichtigt. Der Wert von 1,05 spiegelt also das operative Risiko der Geschäftsaktivitäten der Gesellschaft ohne das Osteuropa-Geschäft und ohne das Investmentbanking wider. Der um den Cash-Effekt bereinigte Beta-Faktor der HVB wird aufgrund der Einbringung der UBM nicht nochmals erhöht.

Durch die Eliminierung des Cash-Effektes muss das finanzielle Risiko der Gesellschaft steigen, weshalb der um diesen Effekt bereinigte Beta-Faktor auch über dem am Kapitalmarkt gemessen Beta-Faktor liegen muss. Die Dauerhaftigkeit des Wegfalls des Osteuropa-Geschäfts wird bei der Bereinigung auch nicht übersehen. Der am Kapitalmarkt historisch beobachtbare Beta-Faktor zum 27.6.2007 enthält für den Zeitraum vor September 2006 noch das Risiko des Osteuropa-Geschäfts und ab September 2006 den Cash-Effekt des freien Kapitals mit der Folge der Reduzierung des Risikos, solange der Veräußerungserlös noch nicht wieder reinvestiert ist. Aufgrund der Zuordnung des überschüssigen Kapitals als Sonderwert sind die künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse jedoch nicht mehr risikomindernd durch eine etwaige Anlage der Veräußerungserlöse beeinflusst.

Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, eine Verzerrung des originären Beta-Faktors könne angesichts der Ähnlichkeit der Banken der HypoVereinsbank und der Bank Austria Creditanstalt bejaht werden. Der Beta-Faktor der Bank Austria Creditanstalt lag im Zeitraum zwischen

Bekanntgabe und Vollzug des Übernahmeangebots durch die Antragsgegnerin von Juni 2005 bis November 2005 im Bereich von rund 1,5 und war nach dem Abschluss des Übernahmeangebots bis zum Bewertungsstichtag am 25.10.2006 vergleichbar zum originären Beta-Faktor der HypoVereinsbank rückläufig. Zudem erfolgte die Ermittlung des zukunftsgerichteten Beta-Faktors für beide Bewertungsobjekte zu etwa acht Monate auseinander liegenden Stichtagen. Dabei muss auch gesehen werden, dass bei der Bank Austria Creditanstalt deutliche Unterschiede zwischen ihrem historischen und ihrem künftigen Geschäftsmodell festzustellen waren. Dies betraf vor allem den zum Bewertungsstichtag der Bank Austria Creditanstalt bereits geplanten Verkauf der Splitska Bank und der Bank BPH Polen, die zu einem Rückgang des Osteuropaanteils an den operativen Erträgen in der Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt hin zum Planjahr 2008 führen. Eine wesentliche Änderung des operativen Geschäftsrisikos lässt sich indes aus dem Verkauf des Osteuropa-Geschäfts der Bank Austria Creditanstalt an die Antragsgegnerin nach den Erkenntnissen von
nicht feststellen.

Das operative Risiko der HypoVereinsbank hat sich durch die Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt und des restlichen Osteuropa-Geschäfts verändert; nur ist statistisch nicht exakt ermittelbar, wann und in welchem Umfang dies eingeflossen ist. Da die Untersuchungen v
auf zwei, drei und fünf Jahre abstellten, waren die entsprechenden Informationen aber sehr wohl verarbeitet gewesen.

(bb) Da der unternehmenseigene Beta-Faktor der HypoVereinsbank somit allein nicht aussagekräftig ist, um das künftige operative Risiko der Gesellschaft abzubilden, war

zusätzlich eine Peer Group heranzuziehen, aus der ein Beta-Faktor von 1,1 abzuleiten wäre. Dabei geht die Kammer in Übereinstimmung mit den gerichtlich bestellten Sachverständigen davon aus, dass neben den von den Bewertungsgutachtern von) und den Abfindungsprüfern von) herangezogenen Banken – Deutsche Bank AG, Commerzbank AG, Société Générale S.A., Royal Bank of Scotland Group plc.,) . und BNP Paribas S.A. – auch die UBS AG, Natixis S.A., SEB AB und die IKB Deutsche Industriebank AG – in die Gruppe der Vergleichsunternehmen aufgenommen werden konnten. Für diese zehn Banken, die ein ähnliches Risikoprofil wie die HypoVereinsbank mit einem Schwerpunkt bei den Divisionen Markets & Investment Banking und Firmen- und kommerzielle Immobilienkunden, geografischen Aktivitäten auf den Märkten vor allem in Deutschland und Osteuropa sowie eine Eigenkapitalrentabilität ohne Minderheiten von durchschnittlich 13,5% und eine durchschnittlich Cost-Income-Ratio vom 58,9% in der Detailplanungsphase aufwiesen, ermittelten die Sachverständigen einen Beta-Faktor im arithmetischen Mittelwert sowie im Median in einer Bandbreite von 1,07 bis 1,18. Daraus konnten sie nachvollziehbar einen Wert von 1,1 ableiten.

Die Sachverständigen konnten den Beta-Faktor durch Regression gegen den breitesten nationalen Index im Sinne eines Performance-Index ermitteln und mussten nicht zwingend auf einen internationalen Index wie den STOXX 600 oder den MSCI World Index abstellen. Die Regression gegen den breitesten nationalen Index bietet dabei den Vorteil, dass eine Bereinigung der Währungsproblematik unterbleiben kann. Jedenfalls muss aber diese Vorgehensweise als gut nachvollziehbar angesehen werden.

(cc) Da andererseits der unternehmenseigene Beta-Faktor hinreichend liquide ist, erachtet es die Kammer für sachgerecht, den Mittelwert zwischen den beiden Extremwerten von 0,9 und 1,1, also 1,0 zur Ermittlung des maßgeblichen Risikozuschlages anzustellen; andernfalls würde der originäre Beta-Faktor zu stark vernachlässigt, obwohl ihm Aussagekraft nicht abzusprechen ist. Dabei nahmen die Sachverständigen keine Gewichtung zwischen originärem und Peer Group-Beta-Faktor nach relativ besserer Eignung von Werten innerhalb der Peer Group vor. Auch bestand für sie keine Notwendigkeit, bei einem aus der Peer Group ermittelten Beta-Faktor zwischen 1,07 und 1,18 einen anderen Wert als 1,11 anzusetzen, den auch die Prüfer für angemessen erachteten. Eine Ermittlung auf die zweite Nachkommastelle bedeutet letztlich eine Scheingenauigkeit, nachdem aus Vergangenheitswerten auf die zukünftige Entwicklung geschlossen werden muss. Zudem berücksichtigt diese Art der Ermittlung des Beta-Faktors auch den bei der HypoVereinsbank zum Bewertungsstichtag bereits erfolgten Strukturbruch.

Aus der Struktur der HypoVereinsbank als einer Bank, die über rund 90 % Inlandsgeschäft verfügt, kann nicht auf die Unvergleichbarkeit der Peer Group Unternehmen geschlossen werden. Das künftige systematische Risiko einer Bank wird durch das operative Geschäftsrisiko definiert, also die geografische Ausrichtung, das Wettbewerbsumfeld, die Profitabilität, die Rentabilität und Solvabilität wie auch die Unternehmensgröße. Auch wenn das Inlandsgeschäft der Gesellschaft mit rund 90 % den weitaus größten Anteil ausmacht, kann dies als nicht so einmalig bezeichnet werden, als dass die anderen Peer Group-Unternehmen aus der Betrachtung ausscheiden müssten. Der Umfang der jeweiligen Inlandsgeschäfte war für die Sachverständigen kein Entscheidungskriterium; vielmehr konnten und

durften sie untersuchen, welche Geschäftsanteile von den potenziell vergleichbaren Unternehmen in Europa erzielt würden.

Im Vergleich zum Stichtag künftige Ereignisse wie staatliche Rettungsmaßnahmen bei einzelnen Vergleichsunternehmen wie der Commerzbank AG und der IKB Deutsche Industriebank AG, die deutlich nach dem Stichtag der Hauptversammlung vom 27.6.2007 erfolgten, waren dabei nicht zu berücksichtigen, weil diese Maßnahmen zum allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung nicht absehbar waren. In gleicher Weise muss außer Betracht bleiben, dass die Gesellschaft in der Finanzkrise die Antragsgegnerin als ihre Muttergesellschaft stützen konnte.

Das Risiko kann auch nicht aufgrund der Konzernabhängigkeit der Gesellschaft niedriger angesetzt werden. Angesichts der beschriebenen Treiber des operativen Risikos wie vor allem die operative Geschäftstätigkeit, das Wettbewerbsumfeld oder die Profitabilität kann sich dieses Risiko nur dann ändern, wenn sich die operative Geschäftstätigkeit ändert. Rein gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ohne Änderung dieser soeben aufgeführten Charakteristika können keinen Einfluss auf das bewertungsrelevante Unternehmensrisiko haben. Die Eigentümerstruktur eines Unternehmens oder deren Änderung hat keinen Einfluss auf die operative Geschäftstätigkeit. Die Abhängigkeit von einem Großaktionär führt nicht dazu, dass das Unternehmen keinem oder einem wesentlich geringeren systematischen Marktrisiko ausgesetzt wäre und völlig losgelöst vom Markt agieren könnte. Auch bietet die Existenz eines Großaktionärs den Minderheitsaktionären keine dauerhafte Absicherung vor wirtschaftlichen Marktrisiken, weshalb ein Konzernabschlag auf den Beta-Faktor oder dessen Absenken nicht gerechtfertigt sein kann.

(dd) Eine Anpassung des Beta-Faktors an den Verschuldungsgrad der HypoVereinsbank musste nicht erfolgen. Zwar reflektieren die am Kapitalmarkt beobachtbaren historischen Beta-Faktoren sowohl das operative wie auch das aus der Verschuldung resultierende Finanzierungsrisiko, das gerade bei Industrieunternehmen häufig nicht mit dem künftig erwartbaren Finanzierungsrisiko übereinstimmt. Daher wird üblicherweise der historisch ermittelte Beta-Faktor im Wege des Unlevern um die historische Fremdfinanzierung bereinigt und anschließend über das Relevern der künftigen Fremdfinanzierung angepasst. Diese Vorgehensweise kann jedoch bei Banken unterbleiben. Zum einen dient das verzinsliche Fremdkapital bei einer Bank nicht der Finanzierung, sondern ist Teil der operativen Geschäftstätigkeit; somit wird der damit verbundene Zinsaufwand immanenter Bestandteil des operativen Zinsergebnisses der Gesellschaft. Daher ist eine Zuordnung bzw. Trennung der Finanzierungsinstrumente zum operativen und zum Finanzierungsgeschäft nicht sinnvoll. Zum anderen weisen Banken im europäischen Umfeld aufgrund der einheitlichen aufsichtsrechtlichen Regulierung vergleichbare Eigenmittelbestände bzw. Verschuldungsquoten auf, während Industrieunternehmen mangels gesetzlicher Vorschriften eine deutlich größere Bandbreite an Verschuldungsgraden bzw. Eigenkapitalquoten aufweisen. Ein Un- und Relevern konnte daher auch angesichts der relativ hohen Homogenität an historischen Kapitalquoten unterbleiben.

c. Der mit 1,0 % in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.

(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; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 27.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 25.11.2020, Az. 5HK O 12435/05). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG München AG 2018, 753, 756 f. = Der Konzern 2019, 277, 282 f.; OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Der Konzern 2019, 410, 419; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 168). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Angesichts dieser Bedeutung des Wachstumsabschlages ist dieser auch ausschließlich in der Ewigen Rente festzusetzen; Preissteigerungen in der Detailplanungsphase sind bereits über die Planzahlen abgebildet, die dann auch zu einem entsprechenden Umsatzwachstum führen.

(2) Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen.

(a) Der Ansatz im Wachstumsabschlag von 1 % vernachlässigt gerade nicht die Maßgeblichkeit der unternehmensspezifischen Inflationsrate. Diese wird zum einen beeinflusst durch die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten und zum anderen durch gegenläufige Effekte wie Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt. Weiterhin ist zu berücksichtigen, in welchem Umfang sich die Preisänderungen auf dem Beschaffungsmarkt unter gegenläufiger Berücksichtigung von technologischem Fortschritt absatzmarktseitig umwälzen lassen. Dabei spielt gerade die Wettbewerbssituation eine nicht zu unterschätzende Rolle. Sofern sich aus den ersten beiden Effekten eine erwartete unternehmensspezifische, im Branchendurchschnitt angemessene Teuerungsrate ergibt, ist die idealtypische Annahme einer vollständigen Überwälzung plausibel. Die im Privatgutachten von angenommene vollständige Überwälzbarkeit der Steigerungen vor allem aus einem preisbedingten Personal- und Sachkostenanstieg nimmt jedoch keine Berücksichtigung von Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt vor. Angesichts eines hohen Margendrucks im Bankgeschäft lässt sich in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Sachverständigen ein preisbedingter Kostenanstieg auf dem Beschaffungsmarkt ohne gegenläufige Berücksichtigung von Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt nur bedingt an die Kunden weitergeben. und erachteten eine zu erwartende Preissteigerung des

Personalaufwandes von 2 % angesichts der Auswirkungen des Wettbewerbsdrucks auf die Lohnentwicklung als plausibel, wenn auch am unteren Rand einer möglichen Bandbreite liegend. Die zu erwartende Preissteigerung beim Sachaufwand schätzten sie entsprechend der Prognose für die konsumorientierte Inflationsrate für das Jahr 2008 auf 1,6 % an. Bei einer Gewichtung von Personal- und Sachaufwand in einem Verhältnis von 60 % zu 40 % resultiert daraus eine zu erwartende Preissteigerung für Verwaltungsaufwendungen von 1,84 %. Angesichts der beschriebenen gegenläufigen Effekte ist dann aber der Wachstumsabschlag von 1 % nicht zu beanstanden.

Bei ihren Untersuchungen würdigten I und I I auch den Einfluss der Inflation auf das Kreditgeschäft, wonach das Wachstum langfristig mit der konsumorientierten Inflationsrate wachsen wird. Allerdings verwiesen sie darauf, dass aufgrund des Wettbewerbsumfeldes mit Margenrückgängen zu rechnen sei, weshalb eine Wachstumsrate unterhalb der konsumorientierten Inflationsrate anzusetzen ist.

(aa) Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Annahme von Effizienzsteigerungen stehe in Widerspruch zum eingeschwungenen Zustand. Zum einen ist der Ansatz von Effizienzsteigerungen nicht zwingend mit der Annahme von Mengenveränderungen verbunden. Zum anderen ist von einer konstant bleibenden Eigenkapitalrendite von 14,4% im Terminal Value auszugehen, womit implizit die Position Effizienzsteigerung abgebildet ist. Zudem ist zu beachten, dass ohne Berücksichtigung von Effizienzsteigerungen kompensatorische Effekte entfielen, was dann zwar zu einer höheren unternehmensspezifischen Inflationsrate führen würde, die aber vor dem Hintergrund der Wettbewerbssituation am Bankenmarkt als nicht plausibel einzustufen wäre. Eine Mengeneffekt aus den zum Bewertungsstichtag erwarteten Bevölkerungsrückgang mit einem erwarteten

Rückgang um 0,3 % p.a. kann keinen wesentlichen Einfluss auf das preisbedingte Wachstum im Vergleich zu dem hohen Margendruck im Bankengeschäft haben.

(bb) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1 % und damit auch unterhalb der von der Europäischen Zentralbank langfristig erstrebten Inflationsrate von 2 % kann nicht entgegengehalten werden, es werde dadurch zu einem laufenden Schrumpfen der Gesellschaft kommen. Zur Beurteilung der Angemessenheit des Wachstumsabschlages muss die Gesamtwachstumsrate der geplanten entziehbaren Überschüsse analysiert werden. Bei einer tatsächlichen Thesaurierung ist im Wachstumsabschlag zusätzlich nämlich das thesaurierungsbedingte Wachstum aus den tatsächlich einbehaltenen Beträgen zu berücksichtigen. Unter Berücksichtigung dieses notwendigen Ansatzes muss tatsächlich von einer Gesamtwachstumsrate von 5,04 % ausgegangen werden.

Die Sachverständigen untersuchten bei ihrer Analyse des angesetzten Wachstumsabschlags in einem ersten Schritt dabei ausgewählte volkswirtschaftliche und branchenspezifische Daten. Dabei zogen sie das Bruttoinlandsprodukt, die über den Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate, das Gewinnwachstum aller Unternehmen sowie entsprechend der Zuordnung der HypoVereinsbank durch die Deutsche Bundesbank das Gewinnwachstum der Großbanken jeweils im Zeitraum von 1992 bis 2006 heran. Das nominale deutsche Bruttoinlandsprodukt stieg in diesem Zeitraum um durchschnittlich 2,8 % p.a., während die durchschnittliche Inflationsrate 2 % pro Jahr betrug. Für die Jahre 2007 und 2008 prognostizierten unterschiedliche Forschungsinstitute und Banken ein reales Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 2,6 % bzw. 2,3 %, während sie von einer Inflationsrate von 1,8 % bzw. 1,9 % für diese

beiden Jahre ausgingen. Das Gewinnwachstum aller deutscher Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor entwickelte sich mit einem CAGR von 4,7 %, während es bei den Großbanken in Deutschland 11,6 % ausmachte und damit um 6,9 Prozentpunkte über dem Gewinnwachstum aller Unternehmen und der durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % lag. Allerdings ist beim Gewinnwachstum der Großbanken eine erhebliche Volatilität zu beobachten.

Die Bewertungsgutachter berücksichtigten das thesaurierungsbedingte Wachstum entsprechend der vielfach geübten Praxis im Zähler des Bewertungskalküls. Daraus ist dann aber eine Gesamtwachstumsrate von 5,04 % abzuleiten, die sich aus dem inflationsbedingten Wachstum von 1% und dem thesaurierungsbedingten Wachstum von 4,04 % zusammensetzt.

(cc) Zur Aufrechterhaltung der Zielkernkapitalquote bedarf es einer inflationsbedingten Thesaurierung von € 85 Mio. in der Ewigen Rente. Demgemäß wird bei dieser Berechnung den Aktionären im Terminal Value neben der versteuerten jährlichen Rendite von € 600 Mio. auch der steuerfreie Wertbeitrag aus Thesaurierung in Höhe von € 642 Mio. zugerechnet, weshalb sie einen Zahlungsüberschuss von € 1.241 Mio. im Jahr der Ewigen Rente erzielen. Dieser Zahlungsüberschuss wächst um 1 % p.a., woraus sich dann aber unter Berücksichtigung der weiteren notwendigen Anpassungen im Bewertungskalkül ein Ertragswert von € 29.110 Mio. errechnet. Zu demselben Ergebnis gelangt man auch, wenn der Wertbeitrag aus Thesaurierung in der Ewigen Rente im Unternehmen bleibt und werterhöhend mit den Kapitalkosten wiederangelegt wird. Dieses durchschnittliche Gewinnwachstum liegt in der mittleren Bandbreite des durchschnittlichen Gewinnwachstums bei

Großbanken in dem Beobachtungszeitraum von 1992 bis 2006 von 11,6 % und von 1992 bis 2010 von 1,1 %, wobei die Verlängerung über den Stichtag hinaus lediglich aufzeigen soll, dass die Entwicklung sehr volatil ist, weshalb allein aus der Phase von 1992 bis 2006 kein Rückschluss auf eine zu niedrige Wachstumsrate geschlossen werden kann. Die Bandbreite lag zwischen - 236,7 % und + 686,1 %.

Wenn die Sachverständigen bei ihrer Analyse unter Einschluss quantitativer Untersuchungen auch auf das Gewinnwachstum aller deutschen Unternehmen abstellten, so stellt dies die Vorgehensweise von ; und nicht infrage. Sie sahen dies lediglich als groben Indikator im Rahmen einer volkswirtschaftlichen Gesamtbetrachtung an, auf den gerade nicht allein abgestellt wurde. Die Einbeziehung auch kleinerer Unternehmen führt angesichts des vergleichsweisen geringen Einflusses dieser Unternehmen auch nicht zu einer systematischen Verzerrung der Kenngröße. Eine Beschränkung auf börsennotierte Unternehmen brächte keinen erkennbaren Mehrwert. Ebenso kann auch nicht allein auf das Gewinnwachstum von Großbanken rekurriert werden, weil dieses im betrachteten Zeitraum sehr volatil war. Eine isolierte Betrachtung des Gewinnwachstums deutscher Großbanken kann demzufolge nicht sachgerecht sein, zumal die konzeptionelle Vergleichbarkeit erst durch die Verdichtung der Gesamtwachstumsrate der entziehbaren Überschüsse möglich wird. Diesem Ansatz lassen sich die unterbliebene Bereinigung um Einmaleffekte sowie Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen und der Rechnungslegungsvorschriften nicht entgegenhalten. Dies beruht auf dem ausreichend langen Zeitraum von 1992 bis 2006, in dessen Verlauf sich Einmal- bzw. Sondereffekte zumindest teilweise ausgleichen. Ein alleiniges Abstellen auf das Gewinnwachstum der Großbanken haben die

Sachverständigen gerade unterlassen, weil dieses für sich genommen zur Plausibilisierung nicht geeignet wäre. Die Sachverständigen zogen vielmehr mehrere Parameter entsprechend den obigen Ausführungen heran.

(dd) Aus dem Ansatz eines Wachstumsabschlags 1,8 % im Rahmen der Bewertung zum Squeeze out bei der Bank Austria Creditanstalt kann die Fehlerhaftigkeit des Wachstumsabschlages für die HypoVereinsbank nicht hergeleitet werden. Zum einen handelt es sich um unterschiedliche Bewertungsobjekte. Kernmarkt der HypoVereinsbank ist der deutsche Markt, während bei der Bank Austria Creditanstalt neben ihrem Heimatmarkt Österreich vor allem Osteuropa als Kernmarkt zu betrachten ist. Demgemäß stellen sich auch die volkswirtschaftlichen Kerngrößen, die die Höhe des Wachstumsabschlages beeinflussen, als voneinander verschieden dar. Bewertungsmethodisch spiegelt sich im Wachstumsabschlag der Berechnung von auch das thesaurierungsbedingte Wachstum wider, weshalb der Wachstumsabschlag bei der Bank Austria Creditanstalt tendenziell höher anzusetzen ist.

Die implizite Rendite der Thesaurierung aus inflationsbedingtem Wachstum wurde demgegenüber nur zu Plausibilisierungszwecken ermittelt. Dabei gelangten die Sachverständigen zu dem Ergebnis, dass mit der Annahme eines inflationsbedingten Wachstumsabschlags ein werterhöhender Effekt auf den Ertragswert der Gesellschaft verbunden ist. Daher kann aus ihr auch keine Ertragsschwäche der HypoVereinsbank abgeleitet werden. Die Darstellung des Einflusses des thesaurierungsbedingten Wachstums muss als methodische Verbesserung angesehen werden und kann folglich auch herangezogen werden. Die Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums zur Verdichtung des Wachstumsabschlages auf ein Gesamtwachstum

der finanziellen Überschüsse dient der Herstellung der Vergleichbarkeit mit empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Wachstumsraten und stellt sich folglich als methodische bzw. systematische Verbesserung dar, weshalb dieser von den Sachverständigen zusätzlich gewählte Ansatz als sachgerecht und zulässig bezeichnet werden muss (vgl. hierzu allgemein BGHZ 207, 114, 125 ff. = NZG 2016, 139, 142 ff. = AG 2016, 135, 139 ff. = ZIP 2016, 110, 114 ff. = WM 2016, 157, 161 ff. = DB 2016, 160, 163 ff. = BB 2016, 304 f. = MDR 2016, 337 f. = Der Konzern 2016, 88, 91 ff. = NJW-RR 2016, 231, 234 ff. = DStR 2016, 424, 425 ff.; OLG Düsseldorf AG 2019, 732, 734; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 15.5 ff.).

(c) Es gibt keine Wechselwirkungen zu anderen Parametern des Kapitalisierungszinssatzes mit denen eine Veränderung des Wachstumsabschlages zugunsten der Minderheitsaktionäre zu rechtfertigen wäre.

(aa) Dies gilt zunächst für den Basiszinssatz. Dabei ist die Minderung des Kapitalisierungszinssatzes im Terminal Value um den Wachstumsabschlag nicht als korrespondierender Posten zu einer vermeintlich im Basiszinssatz enthaltenen Inflationsrate einzustufen, weshalb es nicht zu einem Herausrechnen der allgemeinen Geldentwertungsrate aus dem Kapitalisierungszinssatz für den Terminal Value kommen kann. Bei der Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um den Wachstumsabschlag handelt es sich nämlich nicht um eine finanzmathematische Abbildung stetig wachsender Überschüsse ab dem Eintritt in die Ewige Rente, die nach dem hier angewendeten Bewertungskalkül nur die unternehmensspezifische Inflationsrate berücksichtigt.

(bb) Aus einer Wechselwirkung, die modeltheoretisch zwischen der Marktrisikoprämie in Form eines rechnerischen Zusammenhangs besteht, der aus zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten herangezogener Kapitalwertmodelle abgeleitet werden kann, lässt sich dennoch nicht auf die Unangemessenheit des angesetzten Wachstumsabschlags schließen. Die erwartete Rendite ist umso höher, desto höher auch die Wachstumsrate ist. Da aber aus der erwarteten Rendite des Gesamtmarkts die Marktrisikoprämie als Residuum abgeleitet werden kann, ergibt sich ihre Abhängigkeit von der durchschnittlichen Wachstumsrate des Gesamtmarktes. Allerdings muss für Zwecke der Unternehmensbewertung eine unternehmensspezifische nachhaltige Wachstumsrate abgeleitet werden, bei der weitere Parameter wie die konkreten Marktgegebenheiten, die Wettbewerbssituation und das Geschäftsmodell des Bewertungsobjektes einfließen müssen.

Die Kammer verkennt bei einer Gesamtwürdigung der den Wachstumsabschlag bildenden Faktoren nicht, dass auch ein solcher in Höhe von 1,25% oder auch 1,5% nicht als unvertretbar angesehen werden könnte. Allerdings ist der hier erfolgte Ansatz von 1% als naheliegender zu bewerten. Dies zeigt insbesondere der Ansatz einer Eigenkapitalrentabilität von 14,4% im Terminal Value, die über dem Wert der Peer Group-Unternehmen liegt, worauf die Sachverständigen namentlich in ihrem dritten Ergänzungsgutachten, wie auch im Anhörungstermin vom 10.11./11.11.2021 hingewiesen haben.

Somit errechnet sich folgender Ertragswert der HypoVereinsbank:

HVB-Planung					
Ableitung Nettoausschüttung		**Plan**	**Plan**	**Plan**	
In Mio. €	**Stichtag**	**2007**	**2008**	**2009**	**nachhaltig**
Ergebnis der HVB Group („JÜ")		**1.139**	**1.287**	**1.545**	**1.454**
Ergebnis der HVB Group („JÜ") (adj. Betafaktor)		**1.132**	**1.281**	**1.538**	**1.438**

Thesaurierungsquote bez. auf den JÜ	50,0%		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Thesaurierung			-566	-640	-769	-719
davon aufsichtsrechtlich erforderlich			*-96*	*-374*	*209*	*-102*
davon Wiederanlage zu EK-Kosten			*-471*	*-267*	*-978*	*-617*
Ausschüttungsquote bez. auf den JÜ	50,0%		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Ausschüttbares Ergebnis			**566**	**640**	**769**	**719**
Einkommensteuer auf Ausschüttung	17,5%		-99	-112	-135	-126
Nettoausschüttung			**467**	**528**	**635**	**593**

HVB-Planung						
Ertragswertermittlung			**Plan**	**Plan**	**Plan**	
In Mio. €		**Stichtag**	**2007**	**2008**	**2009**	**nachhaltig**
Nettoausschüttung			467	528	635	593
Thesaurierung			471	267	978	617
Freies Kapital		12.561				
Gesamt Zahlungsüberschuss		**12.561**	**938**	**795**	**1.613**	**1.210**
Basiszins			4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Typisierte Einkommensteuer	35,0%		-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%
Basiszins nach typisierter Einkommensteuer			**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**
Marktrisikoprämie (MRP nach pers. Steuern)			5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor			1,0	1,0	1,0	1,0
Kapitalisierungszins nach pers. Steuer			**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**
Wachstumsabschlag						1,00%
Kapitalisierungszins (inkl. Wachstumsabschlag)			**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**	**7,26%**
Diskontfaktor		1,000	0,960	0,887	0,819	11,281
Barwert			900	705	1.321	13.653
Freies Kapital (Sonderausschüttung)		12.561				
Delta Aufzinsung freies Kapital		-31				
Ertragswert zum 27. Juni 2007		**29.110**				

3. Bei den Sonderwerten und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen der HypoVereinsbank sind zum Teil Korrekturen veranlasst, so dass sich deren Wert auf € 2.587 Mio. beläuft.

   a. Die nicht strategischen Beteiligungen müssen mit einem Sonderwert von € 499 Mio. in die Unternehmensbewertung einfließen. Die Abgrenzung der betriebsnotwendigen oder strategischen und damit im Ertragswert abgebildeten Beteiligungen von den nicht betriebsnotwendigen oder nicht strategischen Beteiligungen nahmen die Sachverständigen in Übereinstimmung mit den Wirtschaftsprüfern von sowie den Abfindungsprüfern von aufgrund der Vorgaben des DIANA-Projekts vor. Die Frage nach der Betriebs- oder Nichtbetriebsnotwendigkeit ist nämlich eine

unternehmerische Entscheidung, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Ausgangspunkt auch von den Minderheitsaktionären hingenommen werden muss und nur dann einer Korrektur unterliegt, wenn sie sich als ökonomisch nicht mehr nachvollziehbar erweist. Wenn wie hier – dokumentiert durch den Vorstandsbeschluss vom 6.12.2006 – eine Veräußerungsabsicht vorlag, sind die Beteiligungen regelmäßig als nicht betriebsnotwendig einzustufen (vgl. OLG Frankfurt, AG 2012, 330, 334; 2013, 566, 569; Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 194; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 62).

(1) Die börsennotierten nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen der HypoVereinsbank waren im Ausgangspunkt mit € 1.408 Mio. anzusetzen, wobei sich für die einzelnen Beteiligungen die nachfolgenden Wertansätze ergeben:

- ERGO Versicherungsgruppe AG € 598 Mio.,
- Münchener Rück € 592 Mio.,
- Wüstenrot & Württembergische AG € 162 Mio.,
- AGROB AG € 54 Mio.,
- Köhler & Krenzer Fashion AG € 11 Mio.

Dabei war der volumengewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs zum Stichtag der Hauptversammlung heranzuziehen. Dabei durfte nicht auf einen Stichtagskurs zum Tag der Hauptversammlung abgestellt werden; vielmehr musste ein Durchschnitt von drei Monaten vor dem maßgeblichen Stichtag herangezogen werden. Mit dem Ansatz dieses aus Gründen der Rechtssicherheit anzusetzenden Durchschnittskurses kann kurzfristigen stichtagsbedingten Schwankungen an den Kapitalmärkten entgegengewirkt werden, wobei es notwendig ist, wegen des Erfordernisses der Nähe zum Bewertungsstichtag eine vergleichsweise kurze Zeitspanne zu wählen (vgl. BVerfGE 100, 289, 309 f. = NJW 1999, 3769, 3772 = NZG 1999, 931, 933 = AG 1999, 566, 589 = ZIP 1999, 1436, 1442 = DB 1999, 1693, 1696 = BB 1999, 1778, 1781 = DNotZ 1999, 831, 835 – DAT/Altana; BVerG NJW 2007,

828, 829 = NZG 2007, 228, 229 = AG 2007, 119, 120 = ZIP 2007, 175, 176 f. = BB 2007, 343, 344 – Siemens/SNI; BGHZ 147, 108, 118 = NJW 2001, 2080, 2082 = NZG 2001, 603, 605 = AG 2001, 417, 419 = ZIP 2001, 734, 736 f. = WM 2001, 856, 859 = GB 2001, 969, 971 = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 15 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 233 = NJW 2010, 2657, 2658 = NZG 2010, 939, 940 f. = AG 2010, 629, 630 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = WM 2010, 1471, 1472 f. = DB 2010, 1693, 1694 = BB 2010, 1941 f. = Der Konzern 2010, 499, 501 = DNotZ 2011, 224, 225 - Stollwerck; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 101 ff.; Koch, AktG, 16. Aufl., § 305 Rdn. 42; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., § 305 Rdn. 43 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 39). Diese für die Barabfindung entwickelten Grundsätze müssen auch gelten, wenn es um die Ermittlung des Wertes eines von der Gesellschaft gehaltenen Aktienpaketes gilt. Dadurch kann vermieden werden, dass es zu Manipulationen hinsichtlich des Zeitpunktes kommt. Aufgrund des Abstellens auf diesen Stichtag als Ende der Referenzperiode nehmen die Minderheitsaktionäre auch an einer positiven Entwicklung der Börsenkurse teile. Da allerdings der Gedanke der Vermeidung von Abfindungsspekulationen von Seiten der Antragsteller vorliegend nicht gilt, endet der Drei-Monats-Zeitraum am Tag vor der maßgeblichen Hauptversammlung, nicht am Tag der Hauptversammlung (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.4.2020, Az: 5 HK O 12922/18).

Der Wertansatz der Beteiligung an der Münchner Rück leitet sich abweichend davon indes aus den Optionsvereinbarungen ab, die zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt waren. Die HypoVereinsbank hatte das Recht, die von ihren gehaltenen Aktien an der Münchener Rück zu bestimmten näher festgelegten Forward-Preisen zu veräußern. Durch Multiplikation der Optionspositionen mit den jeweils vereinbarten Forward-Preisen ermittelt sich der Wertansatz von € 582 Mio. Dieser Ansatz von Forward-Preisen bei den von der Gesellschaft gehaltenen Aktien der Münchener Rück erfolgte zu Recht. Da für die Aktien Optionsvereinbarungen bestanden, konnte diese Beteiligung

unter deren Berücksichtigung in die Berechnung aufgenommen werden. Dabei wurde ein Durchschnittskurs von € 115,61 angesetzt. Dies gilt vor allem deshalb, weil der der Bewertung zugrunde gelegte Betrag dem von der Gesellschaft erlösten Verkaufspreis entsprach. Dies ergab sich aus Informationen, die den Sachverständigen von der Antragsgegnerin auf Anfrage hin zur Verfügung gestellt wurden.

Die stillen Reserven ergaben sich aus dem HGB-Einzelabschluss der Gesellschaft. Da der Ansatz des Buchwerts eine konsistente Annahme zur Planung der Zinsüberschüsse der HypoVereinsbank darstellt, war der Wert von € 66 Mio. und nicht der aus dem Konzernabschluss mit € 113 Mio. bei der Münchener Rück anzusetzen. Im Rahmen der sachgerecht angewandten Marktzinsmethode wurde das Refinanzierungsvolumen der Beteiligungen berücksichtigt.

(2) Bei den nicht börsennotierten Beteiligungen konnte der jeweils höhere Wert aus Buchwert oder Wert des anteiligen Eigenkapitals angesetzt werden, ohne dass hier im Ausgangspunkt Veränderungen vorzunehmen gewesen wären. Daraus ergibt sich ein Wert dieser Beteiligungen in Höhe von € 240 Mio. Die Prüfer von hatten diese Werte auch in Gesprächen mit dem Beteiligungscontrolling der Gesellschaft und hinterfragt, wie ihrem Prüfungsbericht zu entnehmen ist und wie sie auch im Rahmen ihrer Anhörung bestätigt haben. Der Ansatz der nicht börsennotierten nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen muss auch deshalb nicht korrigiert werden, weil der Ansatz des Buchwertes auf einer IFRS-Bewertung beruht, die Marktwerte widerspiegeln. Zudem muss berücksichtigt werden, dass der Jahresabschluss zum 31.12.2006 mit einem uneingeschränkten Testat der Abschlussprüfer versehen war. Der Abschlussprüfer, der das Testat erteilt, übernimmt sehr wohl die Verantwortung für den Jahresabschluss, weshalb auch die Prüfer hierauf ihre Erkenntnisse stützen können (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09). Die Sachverständigen konnten zudem aus den ihnen überlassenen Arbeitspapieren von die

Angemessenheit der Wertableitung der zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden, nicht börsennotierten Beteiligungen herleiten.

(3) Der Summe der Beteiligungswerte von insgesamt € 1.648 Mio. sind jedoch Schulden in Höhe von € 1.237 Mio. zuzuordnen abzüglich der Anpassung eines Betrages von € 68 Mio., der auf Gesellschaften entfällt, die nicht von der HypoVereinsbank, sondern von einer vollkonsolidierten Tochtergesellschaft gehalten werden. Für diese Gesellschaften nahm die HypoVereinsbank keine explizite Planung des Refinanzierungsvolumens vor, weshalb hier keine Schulden in Abzug gebracht werden.

Bei der den Beteiligungswerten zuzuordnenden Schulden handelt es sich um das den Buchwerten entsprechende Refinanzierungsvolumen für die Beteiligungen, auf das im Rahmen der Marktzinsmethode Zinsaufwand gerechnet wurde. Folgeeffekte aus dem geplanten Abbau der Beteiligungen und damit aus den ihnen zuzurechnenden Schulden sind der Wegfall von Zinsaufwendungen auf das Refinanzierungsvolumen sowie die Anpassung des Eigenmittelbeitrages. Auf diese Art und Weise werden den Aktionären unter Berücksichtigung ertragsteuerlicher Folgeeffekte die stillen Reserven aus den nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen zugeführt. Eine höhere Zuführung aus den nicht strategischen Beteiligungen wäre vor dem Hintergrund der Kapitalunterlegungserfordernisse der Gesellschaft nicht realisierbar gewesen.

Somit ermittelt sich ein Wertansatz nach Abzug der Schulden in Höhe von € 499 Mio. vor der Ermittlung des Barwerts entsprechend der nachfolgenden Aufstellung:

Nicht-strategische HVB-Beteiligungen	**Wertansatz**
Gesellschaft	**Mio. €**
börsennotierte Gesellschaften	1.408
Nicht börsennotierte Gesellschaften	240
Wertansatz (vor Abzug der Schulden)	**1.648**

Zuzuordnende Schulden (Buchwerte)	-1.169
Wertansatz nach Abzug der Schulden (vor Aufzinsung)	**479**
davon Münchener Rück	66
davon Sonstige	385
Wertbeitrag nach Aufzinsung	**499**

Die von den Bewertungsgutachtern vorgenommene Vorgehensweise mit einer Abzinsung der stillen Reserven aus den nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen – ausgenommen die Münchener Rück – sieht die Kammer allerdings als nicht mehr sachgerecht an. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen bezeichneten es als naheliegend, eine Aufzinsung des Wertes der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen bis zum Stichtag der Hauptversammlung vorzunehmen, wobei sich diese unter Berücksichtigung des anzusetzenden Drei-Monats-Durchschnittskurses der börsennotierten Beteiligungen mit Ausnahme der Münchener Rück auf € 20 Mio. beläuft.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, der Wertansatz bzw. die stillen Reserven würden sich entsprechend der Planung der Gesellschaft im Verlauf von drei Jahren realisieren. Dann müsste jedoch für denselben Zeitraum angenommen werden, dass die Beteiligungen auch ihre Kapitalkosten verdienen. Dadurch würde der Abzinsungseffekt kompensiert. Eine Abzinsung könnte folglich nur dann sachgerecht sein, wenn Dividendenerträge entsprechend der Planung eines Abbaus in der Planung berücksichtigt worden wären. Indes ging aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachter wie auch der Abfindungsprüfer hervor, dass die in der ursprünglichen Planung der Gesellschaft enthaltenen Dividendenerträge für die nicht strategischen Beteiligungen eliminiert wurden. Lediglich für die nicht als Sonderwert angesetzten strategischen Beteiligungen wurden angepasste Dividendenerträge im Umfang von jeweils € 89 Mio. berücksichtigt.

(4) Angesichts dieser auf der Abgrenzung zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Entscheidung des Vorstandes

beruhenden Vorgehensweise waren die gerichtlich bestellten Sachverständigen gerade nicht gezwungen, sich mit der Beteiligungsliste aller 1.200 Beteiligungen der HypoVereinsbank zu befassen. Durch die Überprüfung der Arbeitspapiere wurden die Sachverständigen ihrem Auftrag sehr wohl gerecht, nachdem diese Vorgehensweise zu dem Ergebnis führte, dass die Dividendenerträge so hoch waren, dass der Ertragswert dem gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs entsprach. Dabei wurde als Ertragswert grundsätzlich der Börsenwert oder der höhere Betrag aus Buchwert bzw. anteiligem Eigenkapital herangezogen.

Ein späterer Verkauf von Anteilen mit dem dann erzielten Verkaufspreis ist nicht geeignet, den Ansatz der Sachverständigen infrage zu stellen. Dies wäre mit dem Stichtagsprinzip unvereinbar.

b. Das nicht betriebsnotwendige Immobilienvermögen der HypoVereinsbank war mit € 63 Mio. anzusetzen.

(1) Die Ableitung der Werte des aus 132 Objekten bestehenden Immobilienvermögens sowie deren Überprüfung durch die Abfindungsprüfer von hat in Ergänzung zu den Ausführungen im Prüfungsbericht im Termin vom 15.4.2010 überzeugend dargelegt. Er verwies darauf, dass es für jede nicht betriebsnotwendige Immobilie schriftliche Unterlagen zur Wertermittlung gab, die zum Teil auch extern beauftragt worden waren. Die Marktwertermittlung der einzelnen Objekte beruhte nach den Feststellungen der Abfindungsprüfer auf Gutachten eines externen Sachverständigenausschusses, der Bewertungen im Auftrag der HypoVereinsbank durchführt oder auf eigenen Bewertungen der Gesellschaft. Für insgesamt 25 Objekte nahm der Zentralbereich Immobilien und Bewertung der HypoVereinsbank detaillierte Analysen vor, bei denen auch Marktwertspannen ermittelt wurden, denen optimistischere bzw. pessimistischere Annahmen bei der künftigen Verwertung der Objekte zugrunde lagen. Für diese Immobilien wurde bei der Ermittlung des

Unternehmenswertes dann nachvollziehbar der arithmetische Mittelwert herangezogen.

Die Bewertungsgutachter von nahmen dann eine Plausibilisierung dergestalt vor, dass sie jeweils fünf bebaute und unbebaute Grundstücke mit den größten Marktwerten und fünf weitere Objekte mit den größten Differenzen zwischen dem Buchwert nach IFRS und dem Marktwert zum 31.12.2016 untersuchten. Da es bei dieser Analyse der angesetzten Marktwerte im Einzelfall zu Über- als auch zu Unterschreitungen kam, konnte eine Anpassung auch nach Auffassung der Kammer letztlich unterbleiben. Die Abfindungsprüfer von bestätigten nämlich in ihrem Prüfungsbericht, Einsicht in die seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen genommen zu haben, wobei sie zu keiner abweichenden Beurteilung kamen.

Das Objekt Tucherpark 7 als wertmäßig größte Immobilie war von einem externen Sachverständigenausschuss bewertet worden. Auf dieser Immobilie lastet ein Erbbaurecht; sie selbst wird vom Hilton Hotel genutzt. Zur Bewertung wurden der kapitalisierte Erbbauzins sowie der barwertig errechnete Wert des Gebäudes und der Fläche angesetzt, woraus sich ein zweistelliger Millionenbetrag errechnete.

(2) Zur Ableitung der angesetzten stillen Reserven ermittelten die Bewertungsgutachter sachgerecht die Differenz zwischen dem Marktwert und den zuzurechnenden Schulden, was nach der Marktzinsmethode durchgeführt wurde, wobei stille Reserven in Höhe von insgesamt € 67 Mio. in die Bewertung eingingen. Dabei wurden allerdings Objekte im Wert von € 4 Mio. von nicht strategischen Beteiligungen gehalten, die bei diesen Beteiligungen berücksichtigt wurden und demgemäß in den Sonderwert der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen einflossen.

Aus dem Geschäftsbericht der HypoVereinsbank für das Geschäftsjahr 2007 mit einem dort angegebenen Zeitwert der Immobilien von € 502 Mio. lässt sich kein Rückschluss auf die Unangemessenheit des

angesetzten Werts für die nicht betriebsnotwendigen Immobilien ziehen. Der Geschäftsbericht differenziert nämlich gerade nicht zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Immobilien. Zum anderen umfassen die als Sonderwert angesetzten Immobilien nur die Nettowerte, die sich nach dem Abzug der Ausgaben zur Tilgung der den nicht strategischen Immobilien zuzurechnenden Schulden errechnen. In der Bilanz dagegen wurden die Verbindlichkeiten auf deren Passivseite gesondert ausgewiesen, weshalb der auf der Aktivseite ausgewiesene Wert ein Bruttowert sein muss.

c. Für die Sacheinlage der UBM wurde zutreffend ein Sonderwert in Höhe von € 2.025 Mio. zum Stichtag 2.4.2007 angesetzt, der dann mit den Kapitalkosten auf den Stichtag der Hauptversammlung am 27.6.2007 aufgezinst werden muss, woraus sich dann der in die Unternehmenswertermittlung einfließende Sonderwert von € 2.065 Mio. ergibt. Die hiergegen gerichteten Einwendungen müssen bereits aus Rechtsgründen unbeachtlich bleiben.

(1) Sollte es tatsächlich zu einer Überbewertung der UBM bei der Einbringung als Sacheinlage gekommen sein, kann den Aktionären der HypoVereinsbank kein Nachteil entstehen, weil der Gesellschaft dann auch ein im Rahmen eines Spruchverfahrens berücksichtigungsfähiger Anspruch aus Differenzhaftung zustünde. Aus § 36 a Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 183, 188 Abs. 2 Satz 1 AktG, der mit der Übernahme bzw. mit der Zeichnung zwangsläufig verbundenen Kapitaldeckungszusage und dem Verbot aus § 9 Abs. 1 AktG über eine Unterpari-Emission sowie einer Analogie zu § 9 Abs. 1 GmbHG folgt, dass der Aktionär bei einer Überbewertung von Sacheinlagen den Differenzbetrag zwischen dem Wert der Sacheinlage und dem geringsten Ausgabebetrag in Geld zu leisten hat (vgl. BGHZ 64, 52, 62 = NJW 1975, 974,977; BGHZ 171, 293, 295 f. = NZG 2007, 513 = AG 2007, 487 = ZIP 2007, 1104, 1105 = WM 2007. 1069 = DB 2007, 1241 = DB 2007, 1237, 1238 = Der Konzern 2007, 528 f. = NJW-RR 2007, 1487 = DNotZ 2007, 854, 855; BGHZ 191, 364, 370 f. = NZG 2012, 69, 71 = AG 2012, 87 f = ZIP 2012, 73, 74 = WM 2012, 39, 41 = DB 2012, 41, 42 =

BB 2012, 405, 406 f. = Der Konzern 2013, 47, 48 = DNotZ 2012, 623, 626 = NJW 2012, 866, 868; LG München I NZG 2014, 498, 503 = AG 2014, 168, 174 = ZIP 2013, 1664, 1670; Schürnbrand/Verse in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 183 Rdn. 92; Koch, AktG, a.a.O., § 183 Rdn. 21; Lieder in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., § 183 Rdn. 32; Veil in: Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl., § 183 Rdn. 8). Da an der Liquidität der Antragsgegnerin keine Zweifel bestehen, muss ein gegebenenfalls bestehender Anspruch aus Differenz-haftung auch als hinreichend liquide angesehen werden, weshalb insoweit in jedem Fall der Wert von € 2.025 Mio. zum Stichtag 2.4.2007 und aufgezinst von € 2.065 Mio. angesetzt werden kann.

(2) Selbst wenn es durch die Ausgabe der neuen Aktien im Zuge der Sachkapitalerhöhung zu einer Verwässerung der Aktien der bisherigen Aktionäre kommen sollte, kann daraus keine Relevanz für das Spruchverfahren hergeleitet werden. Zum einen muss bereits gesehen werden, dass der Ausgabekurs gerade nicht mittels des Ertragswertverfahrens hergeleitet wurde, sondern vielmehr der Börsenkurs der letzten fünf Tage vor der Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung zum 30.3.2017 herangezogen wurde, wobei dieser von den gerichtlich bestellten Sachverständigen als nicht unangemessen bezeichnet wurde. Bei der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage jedenfalls ist der Börsenkurs in jedem Fall eine taugliche Schätzungsgrundlage für die Feststellung des vollen Wertes der Sacheinlage. Hier ist eine – im Vergleich zur Kompensation aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen, die im Gegensatz zur Werthaltigkeit der Sacheinlage de lege lata einer Überprüfung im Spruchverfahren zugänglich ist – andere Beurteilung gerechtfertigt, weil die wirtschaftliche Ausgangssituation und das jeweilige Schutzbedürfnis der Minderheit zu unterschiedlich gelagert sind. Bei der Sachkapitalerhöhung kommt es regelmäßig zu einem ausgehandelten Preis, während das Abfindungsangebot bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out einseitig festgelegt wird (vgl. Stilz/Schumann in: BeckOGK AktG, Stand 1.2.2022, § 255 Rdn. 28 f.). Sollte es tatsächlich zu einer

Verwässerung des Werts der Anteile durch den Bezugsrechtsausschluss gekommen sein, hätten die davon betroffenen Aktionäre gegebenenfalls einen Schadensersatzanspruch gegen die HypoVereinsbank, der dann aber gerade nicht der Gesellschaft zusteht (vgl. BGHZ 164, 249, 256, 258 = NJW 2006, 374, 375, 376 = NZG 2006, 20, 22, 23 - = AG 2006, 38, 40, 41 = ZIP 2005, 2207, 2210 = WM 2005, 2388, 2390, 2391 = DB 2005, 2740, 2741, 2742 = BB 2005, 2770, 2772 – Mangusta/Commerzbank II; BGH NJW 2019, 2777, 2779 f. = NZG 2019, 937, 939 = AG 2019, 655, 657 = ZIP 2019, 1478, 1480 = WM 2019, 1398, 1401 = DB 2019, 1673, 1675 = DB 2019, 1745, 1774 = Der Konzern 2019, 361, 363 = GZWIR 2019, 541, 543; Cahn ZHR 164 [2000], 113, 139; Lieder in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., § 203 Rdn. 48; Ziemons in: Festschrift für Seibert, 2019, S. 1173, 1176 f.). Demzufolge kann es keinesfalls zu einer Mehrung des Vermögens der Gesellschaft durch einen Schadensersatzanspruch kommen; allenfalls kann ein von der Gesellschaft zu leistender Schadensersatz an die Aktionäre insoweit ausgeglichen werden, als die Gesellschaft einen Regressanspruch gegen ihre Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder aus § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG bzw. §§ 116 Satz 1, 93 Abs. 2 Satz 1 AktG geltend machen kann.

(3) Ein Sonderwert kann auch nicht aus einem Anspruch auf Nachteilsausgleich gem. § 317 Abs. 1 AktG mit dem Argument hergeleitet werden, die in den Jahren 2005 und 2006 entstandenen und von der Antragsgegnerin veranlassten Reststrukturierungskosten seien für die Gesellschaft als nachteilig von der Antragsgegnerin auszugleichen. Dabei muss die Kammer in diesem Zusammenhang noch nicht abschließend entscheiden, inwieweit ein Anspruch auf Nachteilsausgleich im Rahmen eines Spruchverfahrens berücksichtigungsfähig sein kann, weil ein solcher Anspruch nicht besteht, wie die Beweisaufnahme ergeben hat. Die Restrukturierungskosten wären nur dann nachteilig, wenn sie nicht durch künftige Erträge überkompensiert würden. Allerdings ist eine eindeutige Zuordnung der Restrukturierungs-

kosten zu den künftigen Erträgen regelmäßig nur schwer möglich, so dass ein Nachteil nicht festgestellt werden kann.

d. Weitere Sonderwerte konnten nicht in den Unternehmenswert der Gesellschaft einfließen.

(1) Die im Eigentum der HypoVereinsbank stehenden Kunstwerke mussten nicht als Sonderwert ausgewiesen werden, weil sie vorliegend dem betriebsnotwendigen Vermögen der Gesellschaft, entsprechend der oben unter B. II. 3. a. geschilderten Grundsätzen zur Abgrenzung zuzuordnen sind. Die Antragsgegnerin hat letztlich unwidersprochen darauf hingewiesen, dass die Kunstgegenstände zu Marketingzwecken eingesetzt werden und vielfach Museen als Leihgabe zur Verfügung gestellt werden. Bei einer Veräußerung entspricht es der gängigen Praxis, den Erlös sofort wieder in Kunstwerken anzulegen, so dass er den Aktionären gerade nicht zufließen soll. Gerade angesichts des Marketingzwecks ist diese unternehmerische Entscheidung nachvollziehbar, weshalb kein Sonderwert angesetzt werden muss. Eine gesonderte Begutachtung durch die Sachverständigen konnte folglich unterbleiben.

Abgesehen davon muss bei einem erheblichen Teil der Gemälde, die einen Versicherungswert von etwa € 54 Mio. ausmachen, eine rechtmäßige Veräußerung jedenfalls in das Ausland nach den Vorgaben des Gesetz zum Schutz von Kulturgut (Kulturgutschutzgesetz - KGSG) als nahezu ausgeschlossen betrachtet werden, da die in der Alten und Neuen Pinakothek in München ausgestellten, von der HypoVereinsbank in den 60er Jahren des 20. Jahrhunderts leihweise zur Verfügung gestellten französischer Meisterwerke des 18. Jahrhunderts – ergänzt durch Werke von Goya und Guardi – als nationales Kulturgut nur mit Zustimmung der Bundesregierung ins Ausland verbracht oder veräußert werden dürfen. Dann aber muss davon ausgegangen werden, dass eine Veräußerung zum Stichtag nicht möglich ist, wie der damalige Direktor der Bayerischen Staatsgemäldesamm-

lung in einem Brief vom 11.10. 2005 (Anlage AG 113) an den damaligen Bayerischen Staatsminister der Finanzen ausgeführt hat. An der Richtigkeit der Ausführungen von Herrn Prof. Dr. Baumstark kann kein Zweifel bestehen.

(2) Die Marke „HypoVereinsbank" durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I AG 2017, 501, 507; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5711/19; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. 305 Rdn. 36 b).

(3) Zum Ende der Detailplanungsphase 2009 vorhandene steuerliche Verlustvortrage wurden in Form von Annuitäten im Jahr der Ewigen Rente abgebildet. Angesichts der Berücksichtigung des steuerlichen Verlustvortrages im Zusammenhang mit der Steuerplanung und in der Ewigen Rente verbietet sich eine nochmalige Berücksichtigung als Sonderwert. Anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung im Rahmen der Unternehmensbewertung.

(4) Ebenso wenig können die Hypo-Kulturstiftung und die B & C-Privatstiftung als eigenständiger Sonderwert angesetzt werden.

(a) Bei der Hypo-Kulturstiftung ergibt sich dies bereits aus ihrer Rechtsform als eigenständige, rechtsfähige öffentliche Stiftung des bürgerlichen Rechts, deren Vorstand lediglich mit Personen aus der Gruppe der Antragsgegnerin und der HypoVereinsbank

besetzt ist. Daraus kann indes in Übereinstimmung mit der Auffassung der Antragsgegnerin kein Sonderwert abgebildet werden. Das Stiftungsvermögen steht nämlich gerade nicht der HypoVereinsbank zu, sondern der Stiftung als eigenständiger juristischer Person. Einnahmen der Stiftung dienen zur Deckung ihrer Aufwendungen. Dann aber kann daraus kein Sonderwert abgeleitet werden, weil die Erträge nicht der HypoVereinsbank und damit auch nicht deren Aktionären zustehen.

(b) In gleicher Weise kann auch für die B & C-Privatstiftung kein Sonderwert im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt werden, selbst wenn die Aktionäre der HypoVereinsbank nach Maßgabe ihrer Aktienbeteiligungen an dieser Gesellschaft aufgrund von Ziffer VI. 1. der Stiftungsurkunde (Anlage AG 106) Begünstigte und nach Ziffer VI. 3. Letztbegünstigte sind. Aus diesen Bestimmungen ergibt sich nämlich, dass aus der Begünstigtenstellung gerade kein wirtschaftlicher Wert abgeleitet werden kann, nachdem aus ihr kein Rechtsanspruch auf Zuwendungen folgt, sofern nicht außergewöhnliche Umstände etwas anderes rechtfertigen würden. Die Gewinne sollen vielmehr grundsätzlich zur Förderung von Unternehmenserweiterungen und -neugründungen investiert werden. Erst im Falle einer Auflösung und Abwicklung würden die Letztbegünstigten prozentual partizipieren. Eine Änderung der Stiftungserklärung oder ein Widerruf der Privatstiftung wird indes in Ziffern XIV. und XV.1. der Stiftungsurkunde ausgeschlossen. Eine Auflösung ist in Ziffer XV.2. an die Voraussetzung geknüpft, dass die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Stiftungen den Stiftungszweck aus Ziffer IV. der Stiftungsurkunde unmöglich machen. Da hierfür zum Stichtag der Hauptversammlung zum 27.6.2007 keinerlei Anhaltspunkte bestanden, kann der B & C-Privatstiftung kein Vermögenswert beigemessen werden, wie auch die Abfindungsprüfer festgestellt haben. Eine Liquidation zum Stichtag durch

Veräußerung ist angesichts der Bestimmungen in der Stiftungsurkunde ausgeschlossen.

Angesichts dessen ergibt sich der Unternehmenswert der HypoVereinsbank – ohne Sonderwerte aus dem Verkauf der Bank Austria Creditanstalt, der in Osteuropa tätigen Tochtergesellschaften, sowie der Asset-Gesellschaften Activest und Nordinvest – aus der Addition des Ertragswerts in Höhe von € 29.110 Mio. und der Sonderwerte in Höhe von € 2.587 Mio. und damit von € 31.697 Mio..

C.

Aus der Veräußerung der Bank Austria Creditanstalt, den im Osteuropa-Geschäft (CEE) tätigen Beteiligungen sowie der Asset Management-Gesellschaften ergeben sich Zahlungsansprüche aus Nachteilsausgleich gem. §§ 311, 317 Abs. 1 AktG in Höhe von € 458 Mio. einschließlich der Zinsen in Höhe von 8,81 % seit dem 9.1.2007 bis zum Stichtag der Hauptversammlung, die wertbildend in die Bewertung der HypoVereinsbank einfließen müssen.

Besteht – wie hier – kein Beherrschungsvertrag, so darf ein herrschendes Unternehmen aufgrund von § 311 Abs. 1 AktG seinen Einfluss nicht dazu benutzen, eine abhängige Aktiengesellschaft zu veranlassen, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen oder zu unterlassen, es sei denn, dass die Nachteile ausgeglichen werden. Ist der Ausgleich nicht während des Geschäftsjahres tatsächlich erfolgt, so muss gem. § 311 Abs. 2 AktG spätestens am Ende des Geschäftsjahres, in dem der abhängigen Gesellschaft der Nachteil zugefügt worden ist, bestimmt werden, wann und durch welche Vorteile der Nachteil ausgeglichen werden soll, worauf der abhängigen Gesellschaft ein Anspruch zu gewähren ist. Erfolgt kein derartiger Ausgleich im Sinne des § 311 Abs.2 AktG, so ist das herrschende Unternehmen – hier also die Antragsgegnerin – der Gesellschaft – hier also der HypoVereinsbank – gem. § 317 Abs. 1 Satz 1 AktG zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet.

Ein derartiger Anspruch muss im Falle seines Bestehens im Spruchverfahren berücksichtigt werden. Zwar wird in Rechtsprechung und Literatur teilweise die Ansicht vertreten, dies könne nur dann geschehen, wenn der Anspruch nicht bestritten oder rechtskräftig festgestellt ist, weil anderenfalls das vom Amtsermittlungsgrundsatz geprägte Spruchverfahren mit einem zivilprozessualen Streitverfahren vermengt werde, was zu einer Aufweichung der Regeln über die Darlegungs- und Beweislast führe (in diese Richtung OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 746 = AG 2000, 428, 430 = DB 2000, 709, 711; OLG Celle, AG 2007, 865, 866 = ZIP 2007, 2025, 2026; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 63; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 36 b; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O. § 305 Rdn. 174; Schröder/Halle NZG 2011, 845 ff.). Dieser Ansicht kann indes nicht gefolgt werden. Diese Ansprüche müssen nämlich im Falle ihres Bestehens im Rahmen des Spruchverfahrens Berücksichtigung finden (vgl. OLG München, ZIP 2008, 2117, 2122; AG 2007, 452, 453 = ZIP 2007, 699, 700; NZG 2021, 1160, 1164 f. = AG 2022, 47, 52 f.; auch BGHZ 169, 221, 228 f. = NJW 2007, 300, 302 = NZG 2007, 26, 28 = AG 2006, 931, 933 = ZIP 2006, 2167, 2170 = WM 2006, 2216, 2218 f. = DB 2006, 2566, 2567 f = BB 2006, 2601, 2603; Hüttemann/Meinert in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 8.49). Nur dies steht in Einklang mit den Grundsätzen des Spruchverfahrens. Zum Stichtag der Hauptversammlung waren die Beteiligungen an den betroffenen Gesellschaften bereits veräußert gewesen und ein entsprechender Anspruch hieraus hinreichend konkret angelegt, dessen Wert bereits objektiv feststand, nur noch nicht abschließend ermittelt war. Dies muss vorliegend umso mehr gelten, als sich die Antragsgegnerin bereits in einem Brief vom 8.1.2006 gegenüber der HypoVereinsbank verpflichtet hatte, alle möglichen Nachteile im Falle einer entsprechenden gerichtlichen Entscheidung über die Unangemessenheit der Kaufpreise auszugleichen und dies in einer Vereinbarung vom 21.12.2007 bestätigte.

Für die Frage, ob ein Rechtsgeschäft – hier also die Veräußerungsgeschäfte mit der HypoVereinsbank als Verkäuferin – nachteilig ist, kommt es darauf an, ob das Rechtsgeschäft einem Drittvergleich mit einem unabhängigen Unternehmen standhält, ob also das zugrunde liegende Rechtsgeschäft zu gleichen Konditionen mit Dritten abgeschlossen worden wäre, bzw. ob ein objektives Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung vorliegt. Dabei stellt sich die Veräußerung eines Geschäftsanteils zu einem Kaufpreis, der erheblich unter dem nach allgemein gültigen Bewertungsmetho-

den ermittelten Unternehmenswert liegt, als nachteilig für die beherrschte Gesellschaft dar (vgl. LG München I AG 2004, 159, 160 = BB 2004, 293; Fett in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG a.a.O., § 311 Rdn. 40; Altmeppen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 207; J. Vetter in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 49; Fleischer in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 12 f.; Müller in: BeckOGK AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 94; Koch, AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 27 f.; Schatz/Schödel in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 311 Rdn. 57; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 311 Rdn. 54;).

Nach § 317 Abs. 2 AktG haftet ein faktisch herrschendes Unternehmen selbst bei Vorliegen der Voraussetzungen des § 317 Abs. 1 AktG allerdings dann nicht, wenn ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht abhängigen Gesellschaft unter sonst gleichen Bedingungen das Rechtsgeschäft ebenso vorgenommen hätte, wie tatsächlich bei Abhängigkeit. Bei der Beurteilung der Frage der Einhaltung der Sorgfaltspflicht gem. § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG im Zeitpunkt der Vornahme des Rechtsgeschäfts ist dem Leitungsorgan im Rahmen der Führung der Geschäfte ein Weiterhandlungsspielraum zuzubilligen, ohne den eine unternehmerische Tätigkeit nicht denkbar ist. Dieser Handlungsspielraum ist aber dann verlassen, wenn die Grenze, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, ausschließlich am Wohl des Unternehmens orientiertes, auf sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten ist (vgl. BGHZ 175, 365, 368 f. = NJW 2008, 1583 f. = NZG 2008, 389 f. = AG 2008, 375, 376 = ZIP 2008, 785, 786 = WM 2008, 787, 788 = BB 2008, 918 f. - UMTS; J. Vetter in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 40 und 40a; Koch, AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 25; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 311 Rdn. 53; Schatz/Schödel in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 311 Rdn. 56).

Bei der Veräußerung einer Beteiligung sind in Bezug auf die Angemessenheit die Grundsätze zur Ertragswertermittlung von zentraler Bedeutung (vgl. Bayer in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 60; Drygala in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 57 Rdn. 64). Da es sich vorliegend um eine Erwerbssituation mittels Vertragsabschlusses handelt, besteht für die Vertragsparteien dennoch ein größerer Verhandlungsspielraum, weshalb die Grenze, ab der ein vereinbarter Kaufpreis nicht mehr marküblichen Bedingungen entspricht, höher anzusiedeln ist als die

Bagatellgrenze bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, die auf einem einseitigen Beschluss der Hauptversammlung beruhen, wo diese üblicherweise bei 5 % angesiedelt wird(vgl. hierzu näher unten unter D. I.). Angesichts dessen kann von einem nachteiligen und damit ausgleichspflichtigen Rechtsgeschäft erst dann ausgegangen werden, wenn der tatsächliche Wert der veräußerten Beteiligung mindestens 10 % über dem vereinbarten Kaufpreis liegt. Die Tatsache, dass hier ein Kaufpreis für Anteile zu ermitteln war, stellt sich als besonderer Umstand dar, der es rechtfertigt, die „Bagatellgrenze" höher anzusiedeln (vgl. OLG München AG 2020, 133, 138 = WM 2019, 2104, 2117).

I.

Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kann bei der Bank Austria Creditanstalt kein Anspruch aus § 317 Abs. 1 AktG bejaht werden. Der Unternehmenswert der Bank Austria Creditanstalt beläuft sich auf insgesamt € 17.627 Mio. und setzt sich aus dem Ertragswert von € 13.158 Mio. und Sonderwerten in einem Umfang von 4.469 Mio. zusammen. Daraus errechnet sich ein Betrag von € 13.666,2 Mio. für den an die Antragsgegnerin veräußerten Anteil von 77,53 %. Da damit der vertraglich vereinbarte anteilige Kaufpreis aber lediglich um etwa 9,18 % überschritten wird, steht der HypoVereinsbank gegen die Antragsgegnerin aus diesem Vertrag über die Veräußerung der Anteile an der HypoVereinsbank nach den genannten Grundsätzen kein Anspruch aus § 317 Abs. 1 AktG zu.

1. Bei der zur Ermittlung des Ertragswerts maßgeblichen Planung der Bank Austria Creditanstalt müssen unter Anwendung des oben unter B. II. 1. geschilderten Prüfungsmaßstabs Anpassungen im Wege der Rückanpassung des Handelsergebnisses im Segment International Markets und bei der Berücksichtigung des Wachstums von 1% beim Übergang in die Ewige Rente vorgenommen werden.

   a. Bei den allgemeinen Grundsätzen zur Planung müssen Veränderungen lediglich bei der Rückgängigmachung des Handelsergebnisses in einem Umfang von € 317 Mio. vorgenommen werden.

(1) Der Planung der Bank Austria Creditanstalt lagen aktuelle, nicht veraltete Zahlen zugrunde, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat. Die Sachverständigen verwiesen auf die im Rahmen des jährlichen Planungsprozesses erstellte Mittelfristplanung für die Jahre 2006 bis 2008. Die Budgetplanung 2006 wurde vom Vorstand explizit im Dezember 2005 verabschiedet und dem Aufsichtsrat vorgelegt. Angesichts der Berücksichtigung der bereits Ende 2005 erfolgten indirekten Übernahme der Bank Austria Creditanstalt durch die Antragsgegnerin und der dadurch erwarteten Restrukturierungsaufwendungen und Synergien wurde die Planungsrechnung dann für die Jahre 2006 bis 2008 am 29.6.2006 aktualisiert und vom Vorstand der Bank Austria Creditanstalt verabschiedet. Zudem wurde für das laufende Geschäftsjahr 2006 am 7.7.2006 unter Berücksichtigung des im ersten Halbjahr 2006 realisierten Verkaufs der Splitska banka eine aktualisierte Vorschau bzw. Hochrechnung erstellt. Diese spiegelte die aktuellsten Unternehmensprognosen wider, ohne dass bis zum Stichtag am 25.10.2006 eine weitere Aktualisierung der Planungsrechnung erforderlich geworden wäre. Dies zeigt auch die Stichtagserklärung des Vorstandes der Bank Austria Creditanstalt gegenüber den Wirtschaftsprüfern von , aus der sich ergab, dass nach der Gutachtenserstellung am 30.8.2006 und der relevanten Hauptversammlung vom 25.10.2006 keine maßgebliche wertbeeinflussenden Änderungen im operativen Geschäftsbetrieb eingetreten seien. Diese Planungsrechnung sah – ohne erforderliche Plananpassungen – Jahresüberschüsse nach Minderheiten für die Jahre 2006 bis 2008 in Höhe von € 1.757 Mio., € 1.250 Mio. und € 1.543 Mio. vor.

(2) Die seitens vorgenommenen Plananpassungen im Segment International Markets in Höhe von € 317 Mio. müssen rückgängig gemacht werden. Die Reduktion des Handelsergebnisses im Planjahr 2008 um € 40 Mio. war erforderlich, weil sie sich nicht rechtfertigen lässt. Eine aus Sicht des Bewertungsgutachters nicht plausible Anpassung der Planung kann der Bewertungsgutachter nicht selbst vornehmen; vielmehr ist auch dies Aufgabe des Vorstandes der Gesellschaft

– erst dann kann die angepasste Planung der Wertermittlung zugrunde gelegt werden. Nur wenn die mit der Unternehmensführung befassten Organe ihre Unternehmensplanung tatsächlich nachhaltig ändern bzw. eine nachhaltige Planänderung beschlossen haben, kann der Bewerter diese zur Grundlage seiner Bewertung machen, weil nur dann davon auszugehen ist, dass die Ausgangsplanung überhöht ist und die geänderte Planung zugrunde zu legen ist (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2016, 329,330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 = Der Konzern 2015, 550, 553).

Die Grundlage für die Eliminierung durch bestand in der Überlegung einer Verbreiterung der Kundenbasis im Konzern der Antragsgegnerin in einer künftig geplanten Konzernstruktur. Dies war zum maßgeblichen Abschluss durch den Abschluss einer Aktionärsvereinbarung im März des Jahres 2006 bereits in der Wurzel angelegt. Diese Vereinbarung beinhaltete die Aussage, dass der Bank Austria Creditanstalt-Konzern die Sub-Holding der Gruppe werden solle. Dann aber kann daraus bereits hinreichend sicher auf eine Verbreiterung der Kundenbasis geschlossen werden. Auf die Einordnung als echte oder unechte Synergie kann es dabei aber nicht mehr ankommen. Abgesehen davon spricht bei der Ermittlung eines Kaufpreises viel dafür, dass auch echte Synergien einfließen können und hier ein Verkehrswert angesetzt werden kann.

Aus dieser Rückanpassung resultiert der Anstieg des Wertes der Bank Austria Creditanstalt um € 317 Mio., wie die Sachverständigen in ihrem Gutachten vom 2.10.2017 in Tabelle 15 dargestellt haben.

(3) In Bezug auf die weiteren Plananpassungen sind keine Änderungen der Planwerte angezeigt, weil die Anpassungen durch die Bewerter von sachgerecht vorgenommen wurden.

(a) Folgerichtig kam es zu einer Eliminierung der Ergebnisbestandteile der BPH Polen, nachdem sich der Verkaufsprozess bezüglich dieser Bank bereits Anfang 2006 durch das Signing bereits

so weit konkretisiert hat, dass der Barwert des Kaufpreises als Sonderwert anzusetzen war. Die Eliminierung erfolgte dann aber aus Vereinfachungsgründen erst im Januar 2007, wodurch die Planungsrechnung des Jahres 2006 noch die vollen Ergebnisbestandteilte der BPH Polen enthielt und daher eine geringfügige Doppelberücksichtigung erfolgte. Bei Annahme einer linearen Verteilung des Planergebnisses der BPH Polen müsste der Unternehmenswert bei Eliminierung des Zeitraums vom Vollzug des Vertrages am 3.11.2006 bis zum Jahresende um € 38 Mio. geringer ausfallen. Für die Jahre 2007 und 2008 wurden dann aber konsequent aus der ursprünglichen Planungsrechnung € 274 Mio. bzw. € 340 Mio. als Ergebnisanteil der BPH Polen aus der Planung gestrichen.

(b) Da die nicht konsolidierten Beteiligungen entsprechend einer nicht unüblichen Vorgehensweise als Sonderwert berücksichtigte, nachdem die finanziellen Überschüsse dieser Beteiligung nicht den vollen wirtschaftlichen Wertbeitrag aus Sicht der Bank Austria Creditanstalt reflektierten, musste die Planungsrechnung der Gesellschaft dahingehend angepasst werden, dass die innerhalb des Segments „Corporate Center" erfassten Dividendenerträge in den drei Planjahren von 2006 bis 2008 in Höhe von € 13 Mio., € 15 Mio. und € 18 Mio. nicht mehr berücksichtigt werden durften.

Der Nettozinsertrag im Budgetjahr 2006 wurde um € 2 Mio. erhöht, nachdem die Bank Austria Creditanstalt nachträglich die Risikoaktiva in den Ländern Bulgarien, Rumänien und Slowakei um € 450 Mio. erhöht hatte, während der um € 45 Mio. gestiegene kalkulatorische Eigenmittelbedarf bei einer unterstellten Eigenmittelverzinsung von 3,4 % einen jährlichen Zinsertrag von rund € 2 Mio. ergibt. Auch diese Anpassung stuften die gerichtlich bestellten Sachverständigen als sachgerecht und notwendig ein.

(c) Weiterhin mussten die Abschreibungen des Firmen- und Geschäftswertes für den Bank Austria Creditanstalt-Konzern angepasst werden. Die Abschreibungen standen dabei im Zusammenhang mit der vollkonsolidierten Tochter BPH Polen. Aufgrund der Eliminierung der Ergebnisbeiträge dieser Tochtergesellschaft aus der originären Planungsrechnung mussten dann auch planerische Konsolidierungseffekte bereinigt werden, wobei diese in den Jahren 2007 und 2008 jeweils € 4 Mio. betrugen.

(d) Erforderlich war eine Aktualisierung der Wechselkursprognosen, nachdem die Bank Austria Creditanstalt ihre originären Planzahlen für die in Osteuropa, vor allem in Tschechien, Ungarn und Rumänien tätigen Tochtergesellschaften auf der Grundlage von Wechselkursprognosen von jeweils lokaler Landeswährung in die Konzernwährung Euro konvertiert hat. Die originäre Planungsrechnung wurde dabei durch aktuelle Prognosen auf der Basis von Forward-Exchange-Rates ersetzt und die originäre Planungsrechnung um die daraus resultierenden Werteffekte angepasst, wodurch das Ergebnis vor Steuern im Jahr 2007 um € 16 Mio. und im Jahr 2008 um € 23 Mio. reduziert wurde. Dieser Effekt resultiert im Wesentlichen aus den Wechselkursentwicklungen in Ungarn und Rumänien.

(aa) Die Sachverständigen konnten im Rahmen ihrer Analysen nachvollziehen, dass sich der Ungarische Forint (HUF) im Verlauf des Jahres 2006 gegenüber dem Euro stark abgewertet hat. So stieg der Kassa-Wechselkurs zum 1.1.2006 von rund 251,9 HUF auf rund 286,5 HUF je 1 EUR, was einer Abwertung des Ungarischen Forint von etwa 14 % entspricht. Der Wechselkurs betrug zum 25. Oktober 2006 rd. 262,5 HUF je 1 EUR, was einer Abwertung der ungarischen Forint gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn von circa 4 % entspricht. Ursächlich hierfür könnten nach der Einschätzung der gerichtlich bestellten Sachverständigen

das auffallend hohe Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit sowie die politischen Unsicherheiten im Vorfeld der Parlamentswahlen im April 2006 gewesen sein. Im Anschluss an die Wahlergebnisse ergaben sich wirtschafts- und finanzpolitisch Konsolidierungsmaßnahmen. Als Reaktion hierauf, insbesondere auch auf ein umfangreiches Steuerpaket haben die Ratingagenturen Fitch und S & P das Ungarn-Rating im Laufe des Jahres 2006 auf BBB+ verschlechtert. Die Neuausrichtung in Ungarn schlug sich auch in den Forward-Wechselkursen nieder. Zum Bewertungsstichtag implizieren die Wechselkursprognosen am Kapitalmarkt in den Folgejahren eine weitere Abwertung der Ungarischen Forint gegenüber dem Euro.

(bb) Im Fall des rumänischen Leu (RON) konnten und dagegen nur eine leichte Abwertung annehmen. Im zweiten und dritten Quartal waren keine wesentlichen Änderungen des Wechselkurses zu verzeichnen. Zum 31.3.2006, wie auch zum 25.10.2006 betrug der Spot-Wechselkurs rund RON 3,5 pro EUR 1. Ungeachtet dessen wurden zum 25.10.2006 steigende Forward-Wechselkurse und daher eine künftige Abwertung der rumänischen Leu gegenüber dem Euro erwartet.

(cc) Angesichts dieser Entwicklung musste eine Anpassung der originären Wechselkursplanung vornehmen. Insofern unterscheidet sich aber diese Konstellation deutlich von der bei der Rückgängigmachung des Handelsergebnisses. Die bei den Wechselkursprognosen vorgenommene Anpassung stellt keinen unzulässigen Eingriff in die Planungshoheit der Gesellschaft dar, weil die Grundannahmen der Entwicklung sachgerecht waren und sie lediglich an neuere, spätere und damit zeitnäher zum Stichtag liegende Entwicklungen angepasst wurden. Das Management einer

Gesellschaft hat keinen Einfluss auf die künftige Entwicklung der Wechselkurse und verfügt auch nicht über privilegierte Informationen über den Verlauf der Wechselkurse im Planungszeitraum. Daher fällt die Wechselkursannahme gerade nicht unter den Grundsatz des Vorrangs der Planungsautonomie (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/ Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 36 c). Dabei konnte bei der Anpassung sachgerecht auf Forward Rates abgestellt werden.

Erfolgt die Planung und die Bewertung in der fremden Währung, bedarf es der Abzinsung mit einem zur landesspezifischen Währung äquivalenten Diskontierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag, wofür ein spezifischer, für die jeweilige Währung auch unterschiedlicher Kapitalisierungszinssatz bezüglich der finanziellen Überschüsse angesetzt werden muss; dann kann mit dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Wechselkurs in die Heimatwährung übertragen werden. Zwar sind die Kapitalkosten in entwickelten Kapitalmärkten bekannt; vielfach wird es aber in Schwellenländern und Wachstumsmärkten problematisch sein, die entsprechenden Kapitalkosten sachgerecht zu ermitteln, weil nur etwa die Hälfte dieser Emerging Markets über Staatsanleihen mit fixen Zinssätzen und langen Laufzeiten verfügt und Staatsanleihen in vielen dieser Länder auch nicht als risikolos einzustufen sind. Aufgrund dieser gravierenden Schwierigkeiten ist die indirekte Methode vorzugswürdig, bei der die künftigen Zahlungsströme in Fremdwährungen mit dem jeweils zum künftigen Zeitpunkt prognostizierten Wechselkurs in die Heimatwährung umgerechnet und mit dem inländischen Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Diese Methode wurde auch bei der Bank Austria Creditanstalt von den Sachverständigen angewandt, indem mit Forward Rates gerechnet wurde. Dies sind zukünftige Wechselkurse, die auf der

gedeckten Zinsparitätentheorie beruhen. Zur Ermittlung dieses künftigen Wechselkurses wird dabei auf die Beziehung zwischen in- und ausländischen Nominalzinssätzen abgestellt. Sind die Nominalzinsen im Ausland höher als im Heimatland, wirkt sich dies erhöhend auf den künftigen Wechselkurs. Folglich wird der künftige Wechselkurs durch niedrigere Nominalzinsen im Ausland bzw. eine höhere Nominalverzinsung im Heimatland gemindert. Die Anwendung dieser gedeckten Zinsparitätentheorie ist methodisch kompatibel zur Ermittlung des risikolosen Basiszinssatz nach der Svensson-Methode, weil die zugrunde liegende Zinsstrukturkurve mittelbar in die Wechselkursberechnungen zum Euro eingeht. Über die Anwendung laufzeitäquivalenter Forward Rates kann im Einzelfall auch der gesamte Planungszeitraum abgedeckt werden, zumindest aber ein erster Teil bei längeren Detailplanungsphasen und weniger liquiden Währungen, weil das Handelsvolumen von Forward Rates mit steigender Laufzeit zurückgeht. Dem methodisch überlegenen Ansatz von Forward Rates gegenüber konstanten Wechselkursen kann nicht entgegengehalten werden, aus empirischen Erhebungen ergäben sich teilweise hohe Abweichungen zwischen Forward Rates und zukünftigen tatsächlichen Kassakursen. Derartige Unterschiede können auch bei festen Wechselkursen zustande kommen, wenn man deren Ansatz mit der Entwicklung in der Realität vergleicht, weil Schwankungen der Wechselkurse nicht außergewöhnlich sind und vorliegend auch auftraten (vgl. LG München I ZIP 2015, 2131, 2132; AG 2017, 501, 503 f.; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 36 c; Creutzmann/Spieß/Stellbrink DB 2018, 2381 ff.).

(e) Die beschriebenen Anpassungen erforderten konsequenterweise auch eine Aktualisierung der originären Berechnung der

jährlichen Steueraufwendungen, wobei sich die absolute Konzernsteuerbelastung entsprechend reduziert hat, wohingegen die angepasste effektive Konzernsteuerquote im Geschäftsjahr 2006 bei 13,2 %, im Geschäftsjahr 2007 bei 19,2 % und im Geschäftsjahr 2008 bei rund 19,3 % lag, also auf dem Niveau der originären Konzernsteuerquote. Die Berechnung der Anpassung konnte von den Sachverständigen als sachgerecht nachvollzogen werden. Dabei kam es zu einer Unterteilung in in- und ausländische Steuerbelastungen, wobei sich die steuerliche Belastung für das Ausland aus den einzelnen Planungen der osteuropäischen Einheiten ergab. Die Steuerbelastung im Inland resultierte zwangsläufig als Differenz dieser beiden Ansätze. Während bei der originären inländischen Steuerbelastung eine Anpassung unterbleiben konnte, wurden die angepassten ausländischen Steuerbelastungen dadurch ermittelt, dass das angepasste Ergebnis vor Steuern der einzelnen Einheiten mit einer ergebnisgewichteten effektiven Steuerquote der einzelnen Einheiten des Osteuropa-Geschäfts nach Anpassungen multipliziert wurde. Dabei wurden die Aktualisierung der Wechselkursprognose, die Eliminierung des Handelsergebnisses sowie die Firmenwertanpassungen im Zusammenhang mit der BPH Polen sowie die Anpassung des Zinsertrags in Bulgarien, Rumänien und der Slowakei berücksichtigt.

(f) Der geplante Verkauf der BPH Polen führte auch zu einer Anpassung der originären Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt im Zusammenhang mit den Fremdanteilen. Mit dem Verkauf des 71,03 %-igen Anteils an der BPH Polen entfällt auch ein 28,97 %-iger Minderheitenanteil, woraus sich für das Planjahr 2007 ein rechnerischer Fremdanteil der Bank Austria Creditanstalt in Höhe von € 79 Mio. und im Jahr 2008 von € 98 Mio. errechnet.

(4) Die Abweichung des Ist-Ergebnisses nach Steuern und Minderheiten in Höhe von € 3.022 Mio. in Relation zum Planergebnis für das Geschäftsjahr 2006 in Höhe von € 1.744 Mio. lässt keinen Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität der Planung zu, selbst wenn das geplante Ergebnis bereits in den ersten neun Monaten dieses Geschäftsjahres erreicht worden ist. Dies ist das Ergebnis der Beweisaufnahme, in deren Verlauf die Sachverständigen die Ursachen eingehend analysiert haben.

(a) Die G+V-Rechnung des Jahres 2006 enthält unter anderem den aus dem Verkauf der BPH Polen resultierenden Veräußerungsgewinn in Höhe von € 1.545 Mio., der in der der Bewertung zugrunde liegenden Planung gerade nicht enthalten war. Vielmehr wurde der liquiditätswirksam erwartete Verkaufspreis der Anteile an der BPH Polen in Höhe von € 3.712 Mio. als Sonderwert berücksichtigt. Dies führt dann zu den wesentlichen Abweichungen beim Finanzanlageergebnis. Die Aufstellung der Sachverständigen in Tabelle 32 des Hauptgutachtens zeigt deutlich, dass – ausgehend vom Nettozinsertrag – mit Ausnahme der Kreditrisikovorsorge keine wesentlichen Abweichungen zwischen den realisierten und den geplanten Ergebnissen bestehen und das geplante Betriebsergebnis der Vorschau 2006 sogar um € 100 Mio. leicht über dem Ist-Ergebnis von € 1.327 Mio. lag.

(b) [redacted] und [redacted] konnten bei der Bank Austria Creditanstalt auch keine wesentlichen ergebnismindernden Jahresabschlusseffekte feststellen, so dass eine Hochrechnung auf Basis der beobachteten durchschnittlichen Halb- bzw. Dreivierteljahresergebnisse lediglich zu geringen bzw. unwesentlichen Schätzfehlern führte. Im Rahmen ihrer Analyse zogen sie die Quartalsergebnisse der von ihnen zugrunde gelegten Peer Group aus Erste Bank AG, KBC Group, N. V. Swedbank AG und der Antragsgegnerin heran, woraus sich im Durchschnitt der Quartalsergebnisse auf der Ebene des Betriebsergebnisses

keine systematischen Ergebnisminderungen im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen ergab. Allerdings wiesen die Sachverständigen bei der Bank Austria Creditanstalt auch darauf hin, dass mögliche M & A-Aktivitäten und Abgrenzungsthemen die Hochrechnung auf Basis von Quartalsergebnissen deutlich verzerren können. Bei ihrer Auswertung der Plan-Ist-Abweichungen zeigen die Sachverständigen im vierten Quartal des Jahres 2006 tatsächlich realisierten Ergebnisse mit den in diesem Quartal entstandenen Aufwandsposten in Form von € 292 Mio. mehr an Kreditrisikoposten und € 357 Mio. mehr an Restrukturierungsrückstellungen. Die Plausibilisierung der geplanten Ergebnisse für das Jahr 2006 basierte im Wesentlichen auf der linearen Hochrechnung des in den ersten neun Monaten tatsächlich realisierten Ergebnisses. Die im vierten Quartal tatsächlich erwirtschafteten Ergebnisse – also auch die Kreditrisikovorsorge und der Aufwand aus der Bildung von Restrukturierungsrückstellungen – wurden nicht in die Analyse einbezogen; es handelt sich um Sondereffekte des letzten Vierteljahres des Jahres 2006. In ihrem ersten Ergänzungsgutachten haben die Sachverständigen zudem nochmals herausgestellt, dass sich die Abweichung des realisierten Finanzanlageergebnisses vom ursprünglich geplanten Wert in Höhe von € 1.569 Mio. nahezu ausschließlich mit dem Veräußerungsgewinn an der BPH Polen erklären lässt. Zudem wiesen sie dort auch darauf hin, dass sich bei Eliminierung des Veräußerungsgewinns aus dem Ist für das vierte Quartal, in dem er anfiel, ein negatives Ergebnis nach Steuern und Minderheiten in Höhe von € - 55 Mio. ergäbe, wobei ertragsteuerliche Effekte von den Sachverständigen unberücksichtigt blieben. Ursächlich hierfür waren ein höheres Kreditrisiko in Höhe von € - 287 Mio. sowie Restrukturierungsrückstellungen von € - 353 Mio.

Das Neun-Monats-Ist-Ergebnis nach Steuern und Minderheiten beläuft sich entsprechend den Erkenntnissen von

und auf € 1.533 Mio. und liegt damit um € 211 Mio. niedriger als das geplante Ergebnis nach Steuern

und Minderheiten für das Gesamtjahr, weshalb der Vortrag nicht zutreffe, das Planergebnis für 2006 sei schon nach neun Monaten erreicht worden. Bei einer linearen Hochrechnung des Neun-Monats-Ergebnisses – ausgenommen das Finanzergebnis mit dem Einmaleffekt aus der Veräußerung der Splitska banka in Höhe von € 684 Mio. – ergibt sich ein hochgerechnetes Pro forma-Ergebnis nach Steuern und Minderheiten in Höhe von € 1.184 Mio., das das geplante Ergebnis um € 70 Mio. oder lediglich rund 5,9 % übersteigt. Angesichts der Ungewissheit von Prognosen kann daraus jedenfalls kein Rückschluss auf eine mangelnde Plausibilität der Planung geschlossen werden.

(c) Soweit im Ist-Ergebnis des Jahres 2007 Ergebnisbeiträge aus dem Verkauf der BPH Polen in Höhe von € 223 Mio. ausgewiesen sind, beruht dies auf dem vereinbarten Anteil am laufenden Gewinn, der der Bank Austria Creditanstalt entsprechend den Verkaufsbedingungen im Sinne einer Earn-Out-Regelung zustand. Daher ist eine Anpassung des Plan-Ergebnisses für das Jahr 2007 nicht geboten, weil dieser realisierte Betrag im Rahmen der gesonderten Bewertung berücksichtigt wurde. Dem Geschäftsbericht der Bank Austria Creditanstalt lassen sich keine Hinweise entnehmen, dass Ergebnisbeiträge im Jahr 2007 von der Splitska banka stammen könnten. Auch enthält die Planung für das Jahr 2007 keine nachhaltigen Ergebnisbeiträge aus dieser kroatischen Bank.

(d) Aus einem Plan-Ist-Vergleich des Jahres 2008 kann gleichfalls nicht auf eine mangelnde Plausibilität der Planung geschlossen werden. Die Ist-Zahlen des Jahres 2008 sind strukturell nicht mit den bewertungsrelevanten Planzahlen vergleichbar. Hintergrund ist der Ausbau der Geschäftsaktivitäten der Bank Austria Creditanstalt in Osteuropa und die damit einhergehende Erweiterung des Konsolidierungskreises.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht daraus, dass der hierzu gegenläufige Effekt aus der zum Bewertungsstichtag nicht absehbaren Finanzkrise deutlich umfangreicher sein könnte. Die Sachverständigen ermittelten approximativ den Negativeffekt aus der Finanzkrise mit € 1.145 Mio. vor Steuern. Dabei berücksichtigten sie die Differenz der Netto-Risikovorsorge 2008 im Vergleich zur Pro forma-Netto-Risikovorsorge 2007 einschließlich der Tochtergesellschaften in Kasachstan und der Ukraine mit € 406 Mio. und konnten dadurch verzerrende Effekte aus der Erweiterung der Konsolidierung ausschließen. Weiterhin berücksichtigten sie das negative Handelsergebnis in Höhe von € - 414 Mio. in voller Höhe im Vergleich zum Vorjahr mit € + 141 Mio. Ebenso flossen die Abschreibungen auf Geschäfts- und/oder Firmenwerte von € - 1.702 Mio. ein. Ebenso wurden die im Saldo positiven Einmaleffekte im Finanzanlageergebnis zuzüglich des einmaligen Zinsüberschusseffektes aus dem Verkauf des Genussrechtes aus der B & C Holding GmbH in Höhe von zusammen € + 702 Mio. gegengerechnet. Den kompensatorischen Effekt aus der Erweiterung des Konsolidierungskreises ermittelten die Sachverständigen approximativ mit € 787 Mio., worin die unterjährig erworbenen Anteile an der Aton International Ltd., Nikosia, der Aton Broker Moscow und der kasachischen ATF Bank nicht enthalten sind. Daher sollte der Wertbeitrag aus der Erweiterung des Konsolidierungskreises im Jahr 2008 höher ausfallen als im Jahr 2007. Durch die Berücksichtigung würde die Differenz im Geschäftsjahr 2008 niedriger ausfallen. Angesichts dessen kann daraus kein Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität der Planannahmen gezogen werden.

(5) Ebenso wenig kann die mangelnde Plausibilität aus der Plan-Ist-Abweichung des Jahres 2007 hergeleitet werden.

(a) Da den Sachverständigen keine detaillierte Aufstellung der Ist-Zahlen des Jahres 2007 vorlagen, die auf Erweiterungen des

Konsolidierungskreises durch die Einbringung von Tochtergesellschaften der Antragsgegnerin als auch als Folge Änderungen der Zuordnung des bestehenden Geschäfts in die Segmente mit Ausnahme des Segments über das Osteuropa-Geschäft beruhen, ermittelten sie die Plan-Ist-Abweichung auf Basis eines approximativen Ansatzes. Die Planung sah ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von € 1.325 Mio. vor Steuern vor, während tatsächlich ein Ergebnis vor Steuern laut Geschäftsbericht in Höhe von € 2.745 Mio. erwirtschaftet wurde. Die Sachverständigen trennten im Rahmen ihrer sachgerechten Analyse den Ergebniseffekt zunächst über die strukturelle Veränderung des Konsolidierungskreises durch Einbringung von sechs Tochtergesellschaften der Antragsgegnerin in der Türkei, Kroatien, Bulgarien, Tschechien, Slowakei und Rumänien sowie weitere gesellschaftsrechtliche Restrukturierungen auf, indem die Bank Austria Creditanstalt ihren Anteil an der kroatischen Zagrebačka banka d.d. von 81,91 % auf 84,91 % erhöhte, ihre Anteile mittels Kapitalerhöhung an der CA Immobilien AG erhöhte und am 31.7.2007 für insgesamt € 316 Mio. jeweils 100 % an der Aton International Limited, Nikosia sowie der Aton Broker, Moscow erwarb und am 13.11.2007 die Übernahme der kasachischen ATF Bank zu einem Kaufpreis von € 1.592 Mio. für 92,88 % der Anteile durchführte. Der Effekt der strukturellen Veränderung durch diese Erweiterung des Konsolidierungskreises wurde von den Sachverständigen für das Jahr 2006 auf € 787 Mio. veranschlagt und für das Jahr 2007 konstant angesetzt. Aus der Ermittlung der strukturellen Veränderung des Ergebnisses vor Steuern in Höhe von € 787 Mio. durfte der Ergebniseffekt aus der Veräußerung der BPH Polen und der Splitska banka in Höhe von € 367 Mio. und € 25 Mio. nicht mindernd einfließen, weil die Ergebnisbeiträge dieser beiden Banken in der Planung 2007 nicht enthalten waren und somit bereits mit den Ist-Zahlen vergleichbar waren.

(b) Den zweiten Effekt bezifferten die Sachverständigen mit € 472 Mio., der sich aus unerwarteten, tatsächlichen operativen Plan-Ist-Abweichungen errechnet. Dieser Wert resultiert aus der Differenz der tatsächlichen Steigerung des Ergebnisses vor Steuern in Höhe von € 715 Mio. und der geplanten Steigerung des Ergebnisses vor Steuern in Höhe von € 243 Mio., wobei sich die tatsächliche Steigerung als Differenz zwischen dem bereinigten Ist-Ergebnis vor Steuern 2007 in Höhe von € 2.584 Mio. – also bereinigt um Einmaleffekte in 2007 und inclusive Ergebniseffekten aus der CEE -Erweiterung – und dem bereinigten Pro Forma-Ist-Ergebnis 2006 entsprechend dem Geschäftsbericht der Bank Austria Creditanstalt errechnet. Die geplante Steigerung des Ergebnisses vor Steuern des Jahres 2007 errechnet sich aus der Differenz zwischen dem geplanten Ergebnis vor Steuern in Höhe von € 1.325 Mio. und dem angepassten Plan-Ergebnis vor Steuern, das € 1.082 Mio. beträgt.

(c) Als letzten Faktor der Analyse auf Basis des Ist-Ergebnisses vor Steuern von € 2.745 Mio. und dem bereinigten Ergebnis vor Steuern von € 2.584 Mio. ermittelt sich das Niveau der Einmal- und Sondereffekte des Jahres 2007 in einem Umfang von € 161 Mio., wobei dies im Wesentlichen auf der erfolgswirksamen Teilauflösung von Pensionsrückstellungen beruht. Allein aus einer tatsächlichen unerwarteten Plan-Ist-Abweichung von € 472 Mio. lässt sich nicht auf die mangelnde Plausibilität der Planung schließen, zumal es auch in der Vergangenheit Abweichungen zwischen den Plan- und dem Ist-Ergebnis gab, die durch Sondereffekte oder zum Planungszeitpunkt nicht absehbare wirtschaftliche Entwicklungen zu erklären waren, ohne dass daraus ein Rückschluss auf eine fehlerhafte Systematik der Planung bei der Bank Austria Creditanstalt geschlossen werden konnte.

b. Die Einzelannahmen zur Entwicklung der Planung im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr lassen keinen Rückschluss auf eine fehlerhafte Planung zu,

auch wenn im Geschäftsjahr 2007 ein Rückgang des Ergebnisses von 37,8 % und im letzten Planjahr 2008 nurmehr ein Anstieg von 23,4 % angesetzt wurde, zumal diese Wachstumsraten deutlich niedriger lagen als die der Jahre 2005 und 2004.

Da es entsprechend den obigen Erwägungen unter C. I. 1. zu Anpassungen kommen musste, können im Ansatzpunkt nur die bereinigten Zuwachsraten herangezogen werden, weshalb von einer Wachstumsrate von - 38,6 % im Jahr 2007 und einer Steigerungsrate von 20,2 % im Geschäftsjahr 2008 ausgegangen werden muss. Allerdings kann eine Würdigung der Wachstumsraten des EBT nur dann sinnvoll erfolgen, wenn zunächst für die Jahre 2003 bis 2006 die Vorsteuerergebnisse um die Ergebnisbeiträge der BPH Polen eliminiert und weiterhin um den außerordentlichen Veräußerungsgewinn der Splitska banka in Höhe von € 684 Mio. im Jahr 2006 bereinigt werden. Aus dem so bereinigten Vergleich ergibt sich dann aber, dass das Ergebnis vor Steuern im Jahr 2003 mit € 393 Mio., mit € 596 Mio. im Jahr 2004 und € 834 Mio. im Jahr 2005 jeweils im Ist und dann einem geplanten EBT von € 1.107 Mio. in 2006, € 1.325 Mio. in 2007 bis auf € 1.594 Mio. im letzten Planjahr kontinuierlich ansteigt. Die Wachstumsraten im Planungszeitraum belaufen sich auf 32,8 % im Planjahr 2006, 19,7 % in 2007 und 20,2 % im Jahr 2008. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des EBT beträgt 24,1 % und liegt damit entsprechend den Ausführungen im Hauptgutachten auch deutlich über den Werten der Peer Group mit 13,8 %, wie eine Auswertung der Konsensus-Schätzungen von S & P Capital IQ ergab.

Im Zeitablauf konstante oder gar steigende EBT-Raten können nicht als realistisch angenommen werden. Nach dem Verkauf der BPH Polen mit 503 Filialen und der Splitska banka mit 112 Filialen betrieb die Gesellschaft in den Planjahren ihr Hauptgeschäft in Österreich sowie den verbleibenden Märkten in Zentral- und Osteuropa (CEE) – anders als in Österreich weist die Bank Austria Creditanstalt aber mit Werten zwischen 5 % in Tschechien und der Slowakei bis zu 11 % in Bosnien-Herzegowina vergleichsweise geringe Marktanteile auf. Eine wesentliche organische Ausweitung in Österreich, wo die Bank Austria Creditanstalt über einen Marktanteil zum 31.12.2015 von 18 % verfügte und etwa 70 % ihrer künftigen Erträge

generiert, kann nicht erwartet werden, weil sich dieser Markt in einem fortgeschrittenen Entwicklungsstadium befindet und von konstant hohen Zuwachsraten im zweistelligen Prozentbereich nicht ausgegangen werden kann. Im Fall der osteuropäischen Länder können dagegen künftige Wachstumsraten von 13 % im Einlagen- und 16 % im Kreditgeschäft erwartet werden. Angesichts des zum Teil sehr fragmentierten Bankenmarktes wird eine überdurchschnittliche organische Geschäftsausweitung nur mit zusätzlichen Marketinginitiativen und damit verbundenen wesentlichen Kosten verbunden sein. Auch wenn dies in den relativ wenig entwickelten osteuropäischen Bankenmärkten für möglich erachtet werden kann, würde das angesichts der intensiven Wettbewerbssituation mit einer sich verschlechternden Kostenstruktur einhergehen. Daneben könnte eine dauerhaft hohe Wachstumsrate bei gleichbleibendem Geschäftsvolumen durch eine Steigerung der Profitabilität erreicht werden. Insoweit weisen die Sachverständigen in ihrem Hauptgutachten vom 2.10.2007 darauf hin, dass die geplante Cost-Income-Ratio mit 60 % im ersten Planjahr bzw. dann 55,0 % in der Ewigen Rente bereits deutlich unterhalb der von der Bank Austria Creditanstalt in den Jahren 1999 bis 2005 erreichten Werte von durchschnittlich 67,4 % lag. Auch die Peer Group weist für diesen Zeitraum eine höhere durchschnittliche Cost-Income-Ratio von 63,4 % auf.

c. Die Planungen zum Zinsüberschuss bedürfen angesichts ihrer Plausibilität keiner Änderung, wobei dies sowohl für das Segment Privatkunden Österreich als auch für das Segment Firmenkunden Österreich gilt.

(1) Der geplante Zinsüberschuss soll im Segment Privatkunden Österreich von € 700 Mio. im Jahr 2006 über € 762 Mio. auf € 793 Mio. im letzten Planjahr ansteigen, was Wachstumsraten von 6,6 %, 8,9 % und 4,1 % bedeutet.

(a) Dabei entfällt der Großteil der zinstragenden Aktiva im Geschäftsjahr 2006 von insgesamt € 15,8 Mrd. auf die Produkte Hypotheken- und Konsumentenkredite mit € 11 Mrd. bzw. € 2,9 Mrd. Auf kurzfristige Kredite entfallen € 1,1 Mrd. sowie € 0,8 Mrd.

auf die restlichen zinstragenden Aktiva. Sowohl bei den Hypotheken- als auch bei den Konsumentenkrediten war ein rückläufiges Niveau der Margen im Neugeschäft zu beobachten, was sich auch bei den Bestandsmargen zeigt. In der Detailplanungsphase von 2006 bis 2008 setzt sich dieser abnehmende Trend im Margenniveau fort, wobei dieses im ersten Planjahr bei Hypotheken- wie auch Konsumentenkrediten mit 1,44 %, bzw. 3,64 % jeweils höher liegt als das letzte Ist-Niveau im Bestands- wie auch im Neugeschäft.

Bei den Hypotheken- und Konsumentenkrediten geht die Bank Austria Creditanstalt im Zeitraum von 2005 bis 2008 von einem jährlichen Wachstum von 11,7 % bzw. 9,6 % aus, das deutlich über den durchschnittlichen Marktwachstumsraten von 6,9 % bzw. 7,7 % im selben Zeitraum liegt. Dieses Ziel soll unter anderem durch eine Vertriebskooperation mit dem Allgemeinen Wirtschaftsdienst Gesellschaft für Wirtschaftsberatung GmbH erreicht werden. Gegenläufig wird allerdings eine rückläufige Entwicklung der Margen bis zum Planjahr 2008 für beide Kreditarten erwartet, weil die für das Jahr 2008 geplanten Neugeschäftsmargen bereits unter den für dasselbe Jahr angesetzten Bestandsmargen liegen. Daher können nach dem Auslaufen der Altbestände neue Kredite an Privatkunden nur mit geringeren Margen vergeben werden.

(b) Das Passivgeschäft wird maßgeblich durch die Entwicklung der Spareinlagen getrieben, die im Jahr 2006 61 % der zinstragenden Passiva ausmachten. Mit steigendem Zinsniveau erwartet der Vorstand der Bank Austria Creditanstalt eine Margenerhöhung vor allem bei den Spareinlagen. Da das Management mit Zinsremanenzen bzw. Windfall Profits durch die zeitversetzte Weitergabe des antizipierten Zinsniveaus an die Kunden plant, liegt das Margenniveau am Ende der Phase I mit 1,16 % um 0,16 Prozentpunkte höher als das nachhaltig angesetzte Margenniveau. Die Planmargen der Sicht- und der Termineinlagen in 2008

liegen über den Neugeschäftsmargen von Mitte 2006. Für die Spareinlagen geht die Bank Austria Creditanstalt von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum in Höhe von 2,4 % aus. Durch das im Vergleich zu den übrigen zinstragenden Passiva überproportionale Wachstum steigt der Anteil der Spareinlagen an den zinstragenden Passiva von 61,0 % im Jahr 2006 auf 61,8 % am Ende der Detailplanungsphase an.

Da aber der Zinsüberschuss im Segment Privatkunden Österreich im betrachteten Vergangenheitszeitraum der Jahre 2003 bis 2005 rückläufig war, kann die Entwicklung in diesem Segment nicht als unplausibel eingestuft werden, auch wenn das Marktwachstum der Privatkundeneinlangen in Österreich mit 3,6 % um 1,2 Prozentpunkte über dem von der Bank Austria Creditanstalt geplanten Wachstum der Spareinlagen liegt.

(2) Die Entwicklung im Segment Firmenkunden Österreich mit einer Steigerung des geplanten Zinsüberschusses von € 361 Mio. im Planjahr 2006 nach € 353 Mio. im letzten Ist-Jahr auf € 394 Mio. in 2007 und € 413 Mio. in 2008 muss in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen von und als plausibel eingestuft werden.

(a) Das Aktivgeschäft in Form der Vergabe von Betriebsmittelkrediten sowie von Investitions- und Exportfinanzierung mit einer CAGR von 4,0 % wird namentlich vom österreichischen Kreditwachstum getrieben. Zwar liegt das geplante Volumenwachstum leicht unter der mit 4,4 % von der Antragsgegnerin wie auch der Economist Intelligence Unit für den Zeitraum von 2006 bis 2008 prognostizierten durchschnittlichen jährlichen Kreditwachstumsrate. Andererseits legt die Bank Austria Creditanstalt ihrer Planung einen leichten Margenanstieg zugrunde, was gleichfalls den Markterwartungen entspricht. Das um 0,4 Prozentpunkte niedrigere Volumenwachstum im Vergleich zu den

Markterwartungen spricht aber nicht für eine zu pessimistische und damit nicht mehr plausible Planung.

(b) Im Passivgeschäft unterstellt die Planungsrechnung der Jahre 2006 bis 2008 ein durchschnittliches Volumenwachstum von 5,5 % pro Jahr, was um 0,1 Prozentpunkte unter den Markterwartungen liegt. Allerdings zeigt die Entwicklung, dass vor allem in den Jahren 2007 und 2008 das Einlagevolumen im Segment Firmenkunden Österreich mit 7,5 % bzw. 8,2 % im Vergleich zu den Marktprognosen überdurchschnittlich wachsen soll. Zusätzlich unterstellt die Planung eine Margenausweitung im Passivgeschäft durch die zeitversetzte Weitergabe des antizipierten Anstiegs des Zinsniveaus an Kunden.

d. Ebensowenig muss es bei den Erträgen im Bereich Multinational Corporates + ACPM zu Plananpassungen kommen, auch wenn sich das Ergebnis vor Steuern im Geschäftsjahr 2007 um € 8 Mio. auf € 126 Mio. reduzieren soll. Das im Geschäftsjahr neu entstandene Teilsegment ACPM (Aktives Kreditportfoliomanagement) verwaltet allein die im Teilsegment Multinational Corporates vergebenen Kreditarrangements, die dem Segment Großkunden & Immobilien zuzuordnen sind. Das Teilsegment ACPM betreut Kunden, die mindestens eine Auslandsniederlassung sowie einen Jahresumsatz in Höhe von mindestens € 1 Mrd. aufweisen. Es soll durch aktiven Handel der Kreditrisiken bzw. Absicherung die Portfoliostruktur optimieren und das Ausfallrisiko minimieren. Als Gegenleistung für die Übernahme der Kreditrisiken erhält dieses Teilsegment eine Prämie vom Teilsegment „Multinational Corporates". Der Rückgang in diesem Teilsegment um 6,2 % beruht auf einem außerordentlichen Ertrag im Kreditrisiko im Jahr 2006 in einem Umfang von € 20 Mio., der das Ergebnis vor Steuern im Vergleich zum Jahr 2005 positiv beeinflusste. Nur durch diesen Effekt erscheint das Ergebnis vor Steuern im Jahr 2007 unangemessen niedrig. Bei einer Bereinigung des Ergebnisses vor Steuern für 2006 um den beschriebenen Einmaleffekt würde das Ergebnis vor Steuern im Jahr 2007 um 10,2 % wachsen. Damit aber muss vom Vorliegen einer plausiblen Planung ausgegangen

werden, zumal das CAGR des Vorsteuerergebnisses des Teilsegments Multinational Corporates + ACPM zwischen 2005 und 2008 mit 13,4 % über dem des Bank Austria Creditanstalt-Konzerns mit 11,3 % liegt.

e. Das Betriebsergebnis nach Kreditrisiken und Verwaltungsaufwand wurde sachgerecht abgeleitet. Mangelnde Plausibilität lässt sich nicht annehmen, wobei dies insbesondere auch für den Verwaltungsaufwand gilt.

(1) Die rückläufige Entwicklung des Betriebsertrages nach Kreditrisiko mit der höchsten Planung im Geschäftsjahr 2006 und einem Absinken um € 546 Mio. auf € 3.726 Mio. ist dem Umstand geschuldet, dass im Laufe des Geschäftsjahres 2006 die Beteiligungen an der BPH Polen und der Splitska banka veräußert wurden. Die Ergebnisse der Splitska banka, deren Verkauf am 30.6.2006 vollzogen waren, verblieben insoweit in der Planung berücksichtigt, als dass das durch die Veräußerung freiwerdende Kapital von etwa € 1 Mrd. teilweise zur Stärkung des aufsichtsrechtlich notwendigen Eigenkapitals verwandt oder operativ investiert wurde. Folglich lässt sich insoweit eine Bereinigung sachgerecht nicht mehr durchführen.

Im Gegensatz dazu wurde der Veräußerungserlös der BPH Polen, deren Verkauf am 3.11.2006 vollzogen wurde, ab dem Planjahr 2007 nicht mehr berücksichtigt. Nach Bereinigung der Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt um die Ergebnisbeiträge der BPH Polen in den Jahren 2004 bis 2006 kann aber ein Rückgang des Betriebsertrages nach Kreditrisiko nicht festgestellt werden. Er stieg vielmehr um € 2.941 Mio. im Jahr 2004 über € 3.108 Mio. im Jahr 2005 auf € 3.482 Mio. im Geschäftsjahr 2006. Somit erklärt sich daraus die entsprechende rückläufige Entwicklung.

(2) Von einer Verzerrung der Verwaltungsaufwendungen im ersten Planjahr kann nicht gesprochen werden.

(a) Die Sachverständigen verwiesen darauf, aus der absoluten Höhe des Verwaltungsaufwandes könne nicht auf dessen Unangemessenheit geschlossen werden. Vielmehr lässt sich die Angemessenheit erst beurteilen, wenn man ihn in Relation zu anderen Finanzkennzahlen setzt oder die Entwicklung in Form des Wachstums im Zeitablauf betrachtet. Die Cost-Income-Ratio zeigt eine Verbesserung von 60,0 % im Planjahr 2006 auf 54,8 % im letzten Planjahr 2008; nimmt man eine Bereinigung im Geschäftsjahr 2006 um die BPH Polen vor, ergibt sich eine sogar noch höhere Cost-Income-Ratio von 62,5 %. Die für das Geschäftsjahr 2006 geplante Cost-Income-Ratio mit 60,0 % liegt deutlich unterhalb des historisch beobachtbaren Wertes der Bank Austria Creditanstalt, der sich im Zeitraum zwischen 1999 bis 2005 in einer Bandbreite zwischen 60,9 % und 71,7 % bei einem arithmetischen Mittel von 67,4 % bewegte. Bei einer Bereinigung um die BPH Polen ergibt sich eine Cost-Income-Ratio von 70,8 % im Jahr 2003, von 65,2 % im Jahr 2004 und von 63,3 % im Jahr 2005. Auf dieser Grundlage muss in Übereinstimmung mit den gerichtlich bestellten Sachverständigen die Schlussfolgerung gezogen werden, dass es keine Anzeichen für unplausibel hohe Verwaltungsaufwendungen im ersten Planjahr gibt. Dies wird auch bestätigt durch einen Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen, bei denen die Cost-Income-Ratio in einer Zeitspanne von 1999 bis 2005 zwischen 60,3 % und 65,7 % bei einem arithmetischen Mittel von 63,4 % schwankte. Gerade auch dieser Vergleich erhellt, dass die Verwaltungskosten der Bank Austria Creditanstalt im ersten Planjahr nicht zu hoch angesetzt waren.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, es komme bei diesem Ansatz zu einer Vernachlässigung von Kostensynergien aus der Rentabilitätssteigerung im österreichischen Kundengeschäft, im Osteuropa-Geschäft sowie im Segment Markets & Investment Banking. Aus dem Geschäftsbericht der Bank Austria Creditanstalt 2006 ergibt sich, dass die neue Segmentstruktur im

österreichischen Kundengeschäft einen Verlust in der Division Retail offenlegte und intensive Restrukturierungsanstrengungen unumgänglich machte, die durch die Veränderung des Geschäftsmodells hinsichtlich der Kundenbetreuung im Österreichgeschäft induziert sind. Da diese Restrukturierungsmaßnahmen aber gerade nicht Bestandteil des ursprünglichen Integrationsplans waren, lässt sich aus dem Verhältnis von Restrukturierungsaufwand zu Kostensynergien die fehlende Plausibilität der Verwaltungsaufwendungen nicht ableiten, weil diese zum Stichtag gerade noch nicht angelegt waren.

(b) Für das Segment Markets & Investment Banking werden in der von herangezogenen Unternehmensplanung keine Synergien eingesetzt, wie sich aus den Arbeitspapieren zu diesem Komplex ergab. Zum Bewertungsstichtag waren entsprechende Kostensynergien noch nicht hinreichend konkretisiert. Zudem wiesen H und in ihrem ersten Ergänzungsgutachten darauf hin, dass diese Division im Rahmen einer virtuellen Managementstruktur voll in die gleichnamige Division der Gruppe integriert sei und lediglich die Abspaltung der Kapitalmarkt- und Investmentbanking-Aktivitäten der Bank Austria Creditanstalt-Gruppe in eine 100 %-ige Tochtergesellschaft der Bank Austria Creditanstalt AG geplant gewesen sei. Angesichts dieser Aussage im Geschäftsbericht 2006 erscheint überdies fraglich, inwieweit auf der Ebene der Bank Austria Creditanstalt nach 2006 Synergien im Segment Markets & Investment Banking gehoben werden können.

f. Sich aus dem Osteuropa-Geschäft ergebende Synergien flossen zutreffend in die Planung ein. Dabei wurden 78 % der Synergien in Polen erwartet, wobei diese über den Sonderwert berücksichtigt wurden. Im Planjahr 2007 belaufen sich diese auf € - 21 Mio. und im Folgejahr 2008 auf € 45 Mio., wobei die Synergien nahezu ausschließlich aus eingesparten Personal- und Verwaltungskosten herzuleiten sind.

Die Ansätze zu den Synergien müssen nicht korrigiert werden, weil sie ordnungsgemäß in der Ertragswertermittlung erfolgten, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung der Kammer ergeben hat.

(1) Die sich aus der Zusammenlegung des Osteuropa-Geschäfts der Bank Austria Creditanstalt und der Antragsgegnerin ergebenden Synergien wurden sachgerecht berücksichtigt. Dies konnten
ı und ; insbesondere aus dem Auszug aus der Planung der Bank Austria Creditanstalt zu diesem Komplex der Synergien feststellen, aber auch anhand der Dokumentation der Bewertungsgutachter von . Es handelt sich dabei um Ertrags- wie auch um Kostensynergien, wobei die geplante Ertragsoptimierung im Segment Privatkunden Österreich zu den wesentliche Ertragssynergien zählt und relevante Kostensynergien namentlich bei den IT-Kosten und der Beschaffung angesetzt wurden. Die geplanten Synergien beziehen sich allerdings neben dem Segment CEE auch auf weitere Konzernsegmente. Vor Ertragsteuern belaufen sich die Nettosynergien insgesamt auf € 12 Mio. im Jahr 2006, € 32 Mio. im Jahr 2007 und € 141 Mio. im Jahr 2008, wobei diese entsprechend dem erteilten Bewertungsauftrag auch zur Berücksichtigung von Restrukturierungsbemühungen echte als auch unechte Synergien erfassen, also auch solche, die nur durch die intendierte Maßnahme realisiert werden können.

(2) Eine Fehlerhaftigkeit der Planansätze zu den Synergien lässt sich nicht aus dem Geschäftsbericht der Bank Austria Creditanstalt für das Geschäftsjahr 2006 ableiten, auch wenn dort darauf verwiesen wird, Restrukturierungsaufwendungen infolge der Anpassungen im österreichischen Kundengeschäft an die Divisionsstruktur der Antragsgegnerin würden auch positive Auswirkungen in der Division Markets & Investment Banking ergeben. Nachhaltig höhere Synergieeffekte entsprechend dem Privatgutachten von FIDES würden nämlich eine unplausibel niedrige Cost-Income-Ratio von nurmehr rund 49,3 % im Terminal Value nach sich ziehen. Die bewertungsrelevanten

Unternehmensplanungen für die Bank Austria Creditanstalt sahen indes für diesen Zeitraum eine nachhaltige Cost-Income-Ratio von 55 % vor. Diese Werte stehen insbesondere auch in Einklang mit den öffentlich kommunizierten Zahlen der HypoVereinsbank-Gruppe einschließlich der Bank Austria Creditanstalt. Zudem können die Zahlen aus dem Geschäftsbericht 2006 nicht herangezogen werden, weil dies in Widerspruch zum Stichtagsprinzip stünde. Die Veröffentlichung erfolgte im März 2007, wo erstmalig auf deutlich erhöhte Restrukturierungsrückstellungen verwiesen wurde. In der Anfang November 2006 publizierten Quartalsberichterstattung für das dritte Quartal 2006 waren derartige Restrukturierungsrückstellungen dagegen noch nicht enthalten, was auch nach Einschätzung der Kammer gegen die Berücksichtigungsfähigkeit dieser Rückstellungen und einer auf ihnen beruhenden Effizienzsteigerung spricht. In gleicher Weise bestätigte I von I im Rahmen der mündlichen Verhandlung, dass die Notwendigkeit dieser Kosten erst Ende 2006 erkannt wurde.

Diese Effizienzsteigerung wurde auch im Retailgeschäft in Deutschland und Österreich hinreichend berücksichtigt, was sich aus der Entwicklung der Cost-Income-Ratio hin zu 55 % in der Ewigen Rente ergibt. In bestimmten Bereichen des Retailgeschäfts entstanden hohe Kosten und damit weniger Ertrag. Die Sachverständigen verwiesen bei ihrer Anhörung jedoch darauf, dass dies nicht auf der Neuausrichtung beruht habe. Daher ist es nicht notwendig, weitere Synergien über den geplanten Umfang hinaus in den Ertragswert einfließen zu lassen. Aus einem Plan-Ist-Vergleich kann nicht auf eine zu geringe Berücksichtigung der Effizienzsteigerungen im Retailgeschäft geschlossen werden, auch wenn die Aufwendungen im Ist sich in der die Privat- und Geschäftskunden umfassenden Division Retail im Vergleich zum Ist-Wert des Jahres 2005 bis 2008 um € 296 Mio. und bis 2009 um € 340 Mio. verringert hatten. Der Vergleich zu dem leichten Rückgang im Segment Privatkunden Österreich um € 11,7 Mio. in der Planung der Jahre 2006 bis 2008 ist angesichts der wesentlichen Veränderungen der Bank Austria Creditanstalt nicht aussagekräftig, zumal sich im Jahr 2009 bereits die Finanzkrise auswirkte.

(3) Aus den Planungsunterlagen konnten die Sachverständigen für das Investmentbanking keine weiteren Synergien herleiten, nachdem es bei dieser Division zu einer Verbesserung der Cost-Income-Ratio kam. Die Sachverständigen legten in ihrem dritten Ergänzungsgutachten überzeugend dar, dass unter Berücksichtigung der Rückanpassung der Handelserträge für das Segment International Markets sich gegenüber dem Wert von 2006 mit 43,3 % ein Rückgang auf 37,8 % im Jahr 2008 ergab, der dann auch in der Ewigen Rente angesetzt wurde. Sofern unterstellt wird, dass im Vergleich zum Jahr 2006 keine Kostensynergien erzielt werden können und die Cost-Income-Ratio konstant bei 43,3 % verharren würde, betrügen die in der Planungsrechnung berücksichtigten Einsparungen etwa € 24,3 Mio. und überstiegen damit das im Privatgutachten von FIDES ermittelte, vermeintlich nicht eingeflossene Einsparpotential für das Segment Markets & Investment Banking um insgesamt € 4,3 Mio. Bei dieser Ausgangslage ist nicht zu erkennen, dass Kostensteigerungen aus der Integration dieses Segments nicht hinreichend berücksichtigt worden sein könnten.

(4) Die Fehlerhaftigkeit des Umfangs angesetzter Kostensynergien lässt sich nicht unter Hinweis auf die im öffentlichen Umtauschangebot vom 25.8.2005 genannten Kostensynergien von € 170 Mio. im Segment Osteuropa-Geschäft begründen. Zwar enthielt die Planung in der ersten Phase der Bewertungsarbeiten tatsächlich dieses Synergiepotential in einer Größenordnung von € 170 Mio. Doch wies diese Zahl noch die bei der Splitska banka zu hebenden Synergien aus – angesichts der Veräußerung dieses Unternehmens vor dem Stichtag müssen Synergien aus der Splitska banka allerdings zwingend eliminiert werden. Das Closing erfolgte am 14.7.2006 und damit nach der Präsentation zum Capital-Markets-Day am 5.7.2006, in der ohnehin nur der Gesamtbetrag der Synergien mit € 900 Mio. für die gesamte Gruppe genannt wurde, ohne dass diese detailliert den einzelnen Gesellschaften zugeordnet gewesen wären. Die Planung der Synergien zeigt indes, dass rund 78 % der Synergien nach Abzug der auf die Splitska banka entfallenden Synergien in Polen erwartet werden – die

BPH Polen floss aber als Sonderwert in die Unternehmensbewertung ein. Wenn das Privatgutachten von FIDES nun darauf abstellt, für die fünf „merger countries" ohne Polen erwarte die Antragsgegnerin entsprechend ihrer Kapitalmarktpräsentation € 48 Mio. bis 2008, so kann aus dem in der Planung angesetzten Wert von € 45 Mio. – mithin bei einer Differenz von € 3 Mio. – vor Unternehmenssteuern kein Rückschluss auf die fehlende Plausibilität der Planung insoweit gezogen werden.

g. Die Planung der Zielkernkapitalquote bedarf in Phase I angesichts ihrer Plausibilität keiner Korrekturen. Dabei beträgt die Zielkernkapitalquote im Jahr 2006 8,0 %, im Jahr 2007 7,2 % und im Jahr 2008 7,5 %. Hintergrund dieser sich verändernden Kernkapitalquote ist das Vorliegen einer expliziten Planung der Bank Austria Creditanstalt in Bezug auf die aufsichtsrechtlich notwendige Thesaurierung, in der sich das Eigenmittelerfordernis bzw. die Risikostruktur aus den verschiedenen Segmenten widerspiegelt, zu denen auch das Osteuropa-Geschäft gehört. Die Kernkapitalquote ermittelt sich auf der Basis der von der Bank Austria Creditanstalt geplanten aufsichtsrechtlich erforderlichen Thesaurierung sowie der geplanten risikogewichteten Aktiva. Erforderliche Anpassungen, deren Notwendigkeit sich vor allem aus der Veräußerung der BPH Polen ergaben, wurden dabei berücksichtigt. An der Plausibilität besteht kein Zweifel. Zum einen berücksichtigen die Anpassungen konzerninterne Vorgaben der Antragsgegnerin zu einer Zielkernkapitalquote von 7,8 % einschließlich hybrider Eigenmittel. Dabei präzisierte die Bank Austria Creditanstalt die angestrebte Zielkernkapitalquote dahingehend, dass eine solche von 7 % für das Inlands- und von 10 % für das Osteuropa-Geschäft angestrebt werde. Zum anderen muss die angestrebte Zielkernkapitalquote vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit von 1997 bis 2005 erreichten Kernkapitalquote der Peer Group-Unternehmen von 7,4 % als angemessen bezeichnet werden. Soweit einige Antragsteller auf eine Zielkernkapitalquote von 6,8 % abstellen wollen, handelt es sich um die auf Konzernebene angestrebte Quote ohne hybride Eigenmittel.

h. Im Terminal Value sind Korrekturen insoweit veranlasst, als beim Übergang vom letzten Planjahr in das Jahr der Ewigen Rente kein gesondertes Ergebniswachstum vorgenommen wurde und von I somit erst ab dem Jahr der Ewigen Rente ein nachhaltiges Wachstum von 1 % p.a. unterstellt wurde, während die weiteren Anpassungen nicht korrigiert werden müssen.

(1) Die grundsätzliche Vorgehensweise der Bewertungsgutachter von I ausgehend vom letzten Planjahr 2008 nicht nachhaltige Effekte barwertäquivalent in der Ewigen Rente zu berücksichtigen und diese ausgehend vom letzten Detailplanungsjahr abzuleiten, kann methodisch nicht beanstandet werden. Das gewählte Vorgehen führt lediglich dazu, dass in einer Gesamtbetrachtung der Planung kein einheitliches Wachstum der Ergebnisgrößen ausgewiesen wird, wenn ausgehend vom letzten Planjahr Anpassungen einzelner G+V-Posten bzw. einzelner Ergebnisbestandteile durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen wurden, um den eingeschwungenen Zustand im Geschäftsjahr 2009 ff. darzustellen. Eine Ableitung dergestalt, dass diese Vorgehensweise zur Abbildung des Gleichgewichtszustandes ungeeignet sei, ist allerdings nicht möglich. Der Ansatz eines Ergebniswachstums aus dem Durchschnitt aller Detailplanungsjahre oder eines Ergebniswachstums aus dem Durchschnitt aller Vergangenheitsjahre und aller Detailplanungsjahre bis 2008 ist erkennbar nicht geboten. Dies übersieht nämlich auch, dass im eingeschwungenen Zustand – gerade anders als in den Jahren der Detailplanungsphase – keine Erweiterung des Geschäftsmodells beispielsweise durch Beteiligungserwerbe an anderen Banken vorgesehen ist.

Im eingeschwungenen Zustand muss neben den sachgerecht erfolgten Anpassungen ein zusätzliches Ergebniswachstum von 1 % bereits beim Übergang zur Ewigen Rente angesetzt werden, woraus sich ein werterhöhender Effekt von € 60 Mio. ergibt. Die Notwendigkeit dieses Ansatzes resultiert daraus, dass entsprechende Inflationseffekte bereits beim Übergang vom Jahr 2008 in die Ewige Rente zu erwarten sind. Daher ist es mit Grundsätzen der Unternehmensbewertung nicht mehr vereinbar, wenn im Jahr der Ewigen Rente das Ergebnis des

letzten Planjahres zugrunde gelegt wird. Folglich kann beim Provisionsvolumen und dem Handelsergebnis nicht von den angesetzten Werten von € 1.609 Mio. bzw. € 357 Mio. ausgegangen werden; hier muss gerade das unterbliebene einprozentige Wachstum zwingend angesetzt werden.

Die Annahme einer vertretbaren Vorgehensweise mit Blick auf die Wesentlichkeit oder Unwesentlichkeit der Abweichung lässt sich so nicht aufrechterhalten, weil es denkbar ist, dass auch aus mehreren für sich genommen unwesentlichen Auswirkungen in ihrer Addition doch ein Wert erreicht werden kann, der eine Anpassung der Kompensationsleistung erforderlich macht.

Eine zunächst vorgenommene systemwidrige Doppelberücksichtigung des zusätzlichen Ergebniswachstums von € 210 Mio. bei der Position „CEE Wachstum bis zur Konvergenz" haben die Sachverständigen in ihrem ersten Ergänzungsgutachten entsprechend korrigiert.

(2) Mit Ausnahme des soeben genannten Ansatzes der Berücksichtigung des Wachstums im Übergang zur Ewigen Rente erfolgten die von durchgeführten Anpassungen sachgerecht, so dass Veränderungen nicht veranlasst sind.

(a) Dies gilt zunächst für die Anpassung des Nettozinsertrages um insgesamt € 78 Mio., von denen € 54 Mio. auf das Segment Privatkunden Österreich und die restlichen € 24 Mio. auf das Segment Firmenkunden Österreich entfallen. Bezüglich der nachhaltigen Produktmenge stellte fest, dass die im Bestand kontrahierten Margen in den Planjahren bereits zum Bewertungsstichtag nicht mehr gehalten bzw. erzielt werden konnten, was sich aus der Gegenüberstellung der Neugeschäftsmargen 2006 und der originären Planmarge 2008 ergibt. Daher waren mit Auslaufen der Altbestände künftig rückläufige Bestandsmargen im Segment Privatkunden Österreich zu erwarten. Folglich sinkt der geplante Nettozinsertrag von € 715 Mio. im Jahr 2008 auf € 660

Mio. im Jahr der Ewigen Rente. Hinzu kommen die Nettozinserträge der restlichen Legaleinheiten von insgesamt € 65 Mio., bei denen ein Wachstum von 1 % anzusetzen ist, woraus sich ein Zinsüberschuss im Segment Privatkunden Österreich von € 739 Mio. ergibt.

Die Ableitung des nachhaltigen Zinsüberschusses im Segment Firmenkunden Österreich wurde im Detailplanungszeitraum vor allem durch eine überproportionale Margenausweitung im Passivgeschäft getrieben, die wiederum durch die Zinsremanenzen getrieben wurde. Da es sich dabei um kurz- bis mittelfristige Effekte handelt, musste dieser Effekt im Terminal Value durch Bereinigung des passiven Konditionenbeitrages des letzten Planjahres in Höhe von € 192 Mio. um das aus der Margenausweitung resultierende Wachstum von € 24 Mio. bereinigt werden. Dies impliziert ein nachhaltiges Absinken der passiven Bestandsmargen nachvollziehbar auf das Niveau des Jahres 2005, während die nachhaltigen Margen im Aktivgeschäft denen des letzten Planjahres 2008 entsprechen. Die für das Planjahr 2008 geplanten aktivischen Konditionenbeiträge können dagegen nicht konstant fortgeschrieben werden; vielmehr hätte auch hier ein zusätzliches Volumenwachstum von 1 % beim Übergang in den Terminal Value angesetzt werden müssen.

(b) Die Erhöhung der Kreditrisikokosten von € 409 Mio. im Jahr 2008 um € 57 Mio. auf € 466 Mio. in der Ewigen Rente musste nicht korrigiert werden. Zwar gingen die Sachverständigen in ihrem Hauptgutachten davon aus, die erstmals im Terminal Value von

vorgenommene Verringerung der Netto-Risikovorsorge und eine Netto-Risikokostenquote von 0,59 % müsse um 10 Basispunkte auf 0,64 % erhöht werden, weil die von der Bewertungsgutachterin angesetzten, nachhaltigen Kreditrisikokosten nicht ausreichend seien, wobei sie einen Wert von 0,61 % im Rahmen einer Gesamtbetrachtung für naheliegend erachteten. Allerdings führten die Sachverständigen in ihrem dritten Ergänzungsgut-

achten aus, dass die von : vorgenommene Vorgehensweise zur Ableitung der Netto-Risikovorsorge und dem daraus resultierenden Ansatz einer Quote von 0,54 % als innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegend einstuften. Die Netto-Risikovorsorge in der Division Privatkunden Österreich wurde angesichts einer erwartet steigenden Tendenz im Vergleich zur Phase I auf € 137 Mio. und damit 0,87 % der risikogewichteten Aktiva zuzüglich € 4 Mio. für die übrigen Gesellschaften wie vor allem die VISA Service Kreditkarten AG angesetzt. Im Segment Firmenkunden Österreich gingen die Bewertungsgutachter von einer Netto-Risikokostenquote von 1 % aus, dem die durchschnittliche Netto-Risiko-Kostenquote der Jahre 2004 bis 2008 von 1,04 % zugrunde lag. Im Teilsegment ACPM setzten die Bewertungsgutachter von auf der Basis der Erwartungen der Bank Austria Creditanstalt, die unter Berücksichtigung sämtlicher Risikomanagementverfahren eine maximale Netto-Risikovorsorge in Höhe von € 10 Mio. jährlich erwartete, bei einer unterstellten Kreditrisikokostenquote von 0,1 % eine Netto-Risikovorsorge von € 9 Mio. an.

Die Erhöhung der Netto-Risikokostenquote im Zeitraum der Ewigen Rente im Vergleich zum letzten Planjahr rechtfertigt nicht die Unangemessenheit dieses Ansatzes. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen wiesen vor allem in ihrem dritten Ergänzungsgutachten darauf hin, dass sowohl in der Historie wie auch in der Detailplanungsphase ein Ansteigen zu beobachten war und damit gerade kein genereller Trend in Richtung auf eine im Zeitverlauf abnehmende Risikoexposition der Märkte des Osteuropa-Geschäfts existierte. In Bezug auf die Netto-Risikokostenquote dürfen auch nicht nur einzelne Jahre betrachtet werden. Hintergrund hierfür sind etwaige bilanzpolitische Verzerrungen aufgrund des zeitlichen Auseinanderliegens der Bildung der Netto-Risikovorsorge und der Realisierung des korrespondierenden Ausfalls. Folglich müssen Mittelwerte über einen möglichst langen Zeitraum analysiert werden, wie dies die Sachverständigen

mit dem Heranziehen eines siebe Jahre umfassenden Zeitraums von 1999 bis 2005 auch berücksichtigt haben. Die Erhöhung reflektiert den eingeschwungenen Zustand, wobei die Sachverständigen zur Plausibilisierung ihrer Erkenntnisse auch auf die entsprechenden Zahlen der Peer Group-Unternehmen zurückgreifen konnten. Die Plausibilisierung von Bewertungen macht nämlich auch eine externe Planungsplausibilisierung erforderlich, für die sich die Werte der Peer Group zweifelsohne anbieten.

Das positive Ergebnis des Teilsegments Virtuelle Bank mit Kreditrisikoerträgen von € 7 Mio. und € 13 Mio. in den beiden Jahren 2007 und 2008 konnte nicht nachhaltig fortgeschrieben werden, nachdem diese zusätzlichen Ergebnisbeiträge keiner einzelnen Gesellschaft in Europa zugeordnet werden können. Die geplanten positiven Ergebnisbeiträge waren für nicht konkretisierte Maßnahmen hinterlegt und wurden daher nachvollziehbar als nicht nachhaltig erzielbar eingestuft. Die Sachverständigen gewannen keine Informationen zu konkreten Maßnahmen, die für ein nachhaltiges Geschäftsmodell dieses Teilsegments sprechen würden.

(c) Kein Korrekturbedarf besteht bei der Anpassung des Verwaltungsaufwands mit dem Rückgang von € 5 Mio. auf € 2.439 Mio. in der Ewigen Rente, weil diese Entwicklung ihre Ursache in außerordentlichen Restrukturierungs- und Integrationskosten im Segment CEE hat und daher nicht nachhaltig das Ergebnis der Ewigen Rente beeinflussen kann.

(d) Die Reduzierung des nachhaltigen Finanzanlageergebnisses von € 13 Mio. im Jahr 2008 auf nachhaltig € - 1 Mio. beruht nachvollziehbar und sachgerecht auf der bereits soeben beschriebenen Bereinigung der Ergebnisbeiträge aus dem Teilsegment Virtuelle Bank“ in Höhe von € 13 Mio. Es kann nämlich nicht davon ausgegangen werden, aus der Veräußerung notleidender

Kredite und dem Auflösen von gebildeter Risikovorsorge könne die Bank Austria Creditanstalt nachhaltig Ergebnisbeiträge generieren. Auch verfügten die Sachverständigen über keinerlei Informationen zu konkreten Maßnahmen, aus denen eine Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells des Teilsegments Virtuelle Bank einschließlich von Kreditrisikoerträgen abgeleitet werden könnte. Dabei ist zudem zu berücksichtigen, worauf die gerichtlich bestellten Sachverständigen ebenfalls hinwiesen, dass der Planung naturgemäß keine außerordentlichen Erträge aus dem Auflösen von Risikovorsorge bzw. dem Verkauf notleidender Kredite angesetzt werden, weil derartige Erträge bereits bei der Ableitung einer nachhaltigen Risikovorsorgequote berücksichtigt werden.

(e) Die Anpassungen im Rahmen der Währungsumrechnung für das Osteuropa-Geschäft müssen in Übereinstimmung mit den Sachverständigen und als plausibel angesehen werden. In Phase I kam es entsprechend den obigen Ausführungen zu Aktualisierungen in diesem Segment. Nachhaltig wurde die Wechselkursprognose des letzten Planjahres unterstellt. Auf Basis dieser Aktualisierung in Kombination mit der nachhaltigen Bereinigung einmaliger Restrukturierungs- und Integrationskosten im Umfang von € 4 Mio. ergibt sich eine geringfügige Verringerung des Währungseffektes um € 0,1 Mio. von € 22,7 Mio. im letzten Planjahr 2008 auf € 22,6 Mio. im Terminal Value, was die Sachverständigen als plausibel und sachgerecht bezeichneten.

i. Die der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt zugrunde liegenden Ansätze zur Thesaurierung und zur Ausschüttung mussten nicht angepasst werden.

(1) In der Detailplanungsphase wurde die von der Bank Austria Creditanstalt geplante Ausschüttungspolitik zugrunde gelegt, was zutreffend

der üblichen Bewertungspraxis folgte (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 29.8.2018, 5HK O 16585/15; Beschluss vom 26.7.2019, Az. 5HK O 13831/17). Unter Berücksichtigung der originären Thesaurierungsplanung korrigierten die Wirtschaftsprüfer von I in Übereinstimmung mit der Planungsrechnung im Übrigen konsequenterweise auch den Thesaurierungsbeitrag der BPH Polen in den Jahren 2006 und 2007 mit Werten von € 39 Mio. bzw. € 78 Mio., weshalb die angepasste originäre Thesaurierung in den drei Planjahren auf € 683 Mio., € 304 Mio. und € 700 Mio. festzusetzen war.

Eine Vollausschüttung, wie sie von einem Teil der Antragsteller gefordert wurde, widerspricht der Realität in den Unternehmen allgemein wie auch der Bank Austria Creditanstalt in der Vergangenheit und kann folglich realistischerweise der Ermittlung des Unternehmenswertes nicht zugrunde gelegt werden. Zudem würde sich diese aufgrund der steuerlichen Gegebenheiten des Halbeinkünfteverfahrens nachteilig für die Minderheitsaktionäre auswirken und auch aufsichtsrechtlichen Vorgaben widersprechen.

(2) In der Ewigen Rente konnte die von der Bewertungsgutachterin herangezogene Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt werden, auch wenn die Sachverständigen eine Ausschüttungsquote von 42,1 % unter Hinweis auf den Durchschnitt der von ihnen herangezogenen Peer Group-Unternehmen für besser begründbar erachten.

und haben nämlich auch deutlich herausgestellt, dass sie eine Ausschüttungsquote von 50 % für vertretbar erachten. Dies steht wiederum in Einklang mit den Erkenntnissen der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass in der Ewigen Rente das Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage gewürdigt wird, weshalb nicht nur auf eine vergleichsweise kleine Zahl von Peer Group-Unternehmen

abgestellt werden soll (vgl. Peemöller in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 38).

(3) Der Ansatz einer aufsichtsrechtlich gebotenen Thesaurierung in Höhe von € 65 Mio. in der Ewigen Rente bedarf keiner Änderung, weil er vom Grundsatz her notwendig ist und der Höhe nach nicht zu beanstanden ist. Diese Thesaurierung ist zum Erhalt einer konstanten Kernkapitalquote im Terminal Value erforderlich.

(a) Die Sachverständigen gingen bei ihren Untersuchungen zur Angemessenheit dieses Ansatzes von der tatsächlichen aufsichtsrechtlichen Eigenmittelausstattung zum 31.12.2005 mit einem Kernkapital von € 6.236 Mio. und einer Kernkapitalquote von 8,3 % aus. Unter Berücksichtigung der ergänzenden Elemente – also Tier 2 – im Umfang von € 3.646 Mio. sowie Abzugsposten in Höhe von € 730 Mio. resultiert ein Gesamtkapital von € 9.152 Mio. und eine Gesamtkapitalquote von rund 12,2 %. Die Kapitalplanung der Bank Austria Creditanstalt beruht auf Einschätzungen des Managements zur notwendigen Kapitalunterlegung der Risikoaktiva, auf Anforderungen des Kapitalmarktes sowie von Ratingagenturen. Weiterhin erfolgt die Kapitalallokation auf einer angestrebten kalkulatorischen Zielkernkapitalquote von 7 % für das inländische und 10 % für das Osteuropa-Geschäft, was entsprechend den obigen Ausführungen keiner Korrektur bedarf. Angesichts der geplanten Thesaurierungserfordernisse steigen die Gewinnrücklagen von € 787 Mio. im Jahr 2005 auf € 2.743 Mio. im letzten Planjahr. Ergänzend dazu berücksichtigten die Wirtschaftsprüfer von in der Kapitalrücklage 2007 den Verkauf der BPH Polen und die damit verbundene Ausschüttung des Verkaufserlöses sowie die Herabsetzung des Kapitals; durch den Verkauf reduziert sich die Kapitalrücklage im Jahr 2007 um € 1.466 Mio.

Da in Bezug auf das Gesamtkapital, insbesondere der ergänzenden Elemente und der Abzugsposten keine Planung vorlag,

konnte für den Planungszeitraum ein Wachstum der Ergänzungskapitalbestände und Abzugsposten entsprechend dem Wachstum der risikogewichteten Aktiva unterstellt werden, was eine konstante Ergänzungskapitalquote impliziert. Das Gesamtkapital steigt entsprechend von € 9.152 Mio. in 2005 auf € 9.778 Mio. im Jahr 2008, weshalb die Gesamtkapitalquote zwar auf 11,4 % sinkt, aber immer noch über dem aufsichtsrechtlich geforderten Prozentsatz von 8 % liegt.

(b) Für die Ewige Rente konnte eine nachhaltige Thesaurierung in Höhe von 1 % des Kernkapitals des letzten Planjahres in Höhe von € 6.455 Mio. unterstellt werden, woraus sich dann ein nachhaltiges Thesaurierungserfordernis von rund € 65 Mio. ergibt. Dieses Thesaurierungsvolumen entspricht weiterhin einer nachhaltig konstanten Kernkapitalquote von 7,5 %, wie sie auch im letzten Planjahr angenommen wurde und vor dem Hintergrund einer nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse und der risikogewichteten Aktiva von 1 % p.a. konsistent ist. Die nachhaltige Thesaurierungsannahme auf Basis des Kernkapitals führt auf der Ebene des Gesamtkapitals gleichfalls zu einem proportionalen Wachstum im Vergleich zu den risikogewichteten Aktiva und zu einer nachhaltig konstanten Gesamtkapitalquote auf dem Niveau des Jahres 2008 von 11,4 %. Damit liegt die Kernkapitalquote zwar deutlich über den gesetzlichen Vorgaben der §§ 22, 23 österreichisches Bankwesengesetz (BWG), aus denen sich eine Kernkapitalquote von mindestens 4 % ableiten lässt. Angesichts der Markt- und Wettbewerbssituation wäre eine Bank mit einer derart niedrigen Kernkapitalquote allerdings auf Dauer keinesfalls überlebensfähig. Demgemäß liegt auch die durchschnittliche Kernkapitalquote der vier von den Sachverständigen herangezogenen Peer Group-Unternehmen bei 7,2 %. Auch in Relation zu den Vergleichsunternehmen muss die geplante Zielkernkapitalquote ab dem Jahr 2008 als plausibel eingestuft werden.

Die Angemessenheit der Höhe der nachhaltigen Thesaurierung mit € 65 Mio. konnte von den Sachverständigen auch überzeugend plausibilisiert werden. Zu diesem Zweck leiteten sie die nachhaltige inflationsbedingte Thesaurierung auf das bilanzielle IFRS-Eigenkapital ab, das sich von dem für aufsichtsrechtliche Zwecke ermittelten Kern- oder Gesamtkapital nach dem österreichischem BWG unterscheidet. Dieses bilanzielle Eigenkapital ermittelten die Sachverständigen mit € 5.876 Mio., woraus sich eine nachhaltige Thesaurierung von rund € 59 Mio. errechnen ließe, die lediglich um € 6 Mio. unter dem von ermittelten Wert liegt. Da diese Vorgehensweise der Sachverständigen indes nur der Plausibilisierung des zutreffend gewählten Ansatzes diente, kann daraus nicht abgeleitet werden, die aufsichtsrechtlich notwendige Thesaurierung in der Ewigen Rente könne auf € 59 Mio. reduziert werden.

Der Annahme einer „ewigen Thesaurierungsquote" kann auch nicht der Gedanke eines konstanten Kernkapitals der Bank in der Ewigen Rente entgegengehalten werden. Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute müssen zum Schutz ihrer Gläubiger vor Vermögensverlusten über eine angemessene Eigenmittelausstattung verfügen, die als Verhältnis aus den anrechenbaren Eigenmitteln zur Summe der risikogewichteten Aktiva definiert ist. Dieses Erfordernis muss angesichts seiner Schutzrichtung auch im Terminal Value gelten, für den eine nachhaltige Wachstumsrate der Bilanz- und Ergebnisgrößen und damit auch der risikogewichteten Aktiva von 1 % p.a. unterstellt wird. Daraus ergibt sich auch die Notwendigkeit eines Wachstums der Eigenkapitalbestände mit derselben Wachstumsrate. Bei unterstellter Konstanz der anrechenbaren Eigenmittel in der Ewigen Rente bei gleichzeitigem Wachstum der risikogewichteten Aktiva um 1% käme es langfristig zu einer dauerhaft sinkenden Eigenkapital- bzw. Kernkapitalquote und damit zu einer Verschlechterung des Ratings und damit der Finanzierungskonditionen. Dadurch würde aber die nachhaltige Planungsrechnung der Bank Austria

Creditanstalt insgesamt nicht mehr konsistent und folglich auch nicht plausibel sein.

Der Betrag von € 65 Mio. dürfte bei der Berechnung des Wertbeitrages aus Thesaurierung ausgeklammert werden, weil er bereits in der operativen Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt erfasst wurde und sich dort in den entsprechenden Eigenmittelbeiträgen bzw. der aufgrund der Thesaurierung möglichen Geschäftsausweitung durch Erhöhung des Kreditvolumens widerspiegelt. Eine Berücksichtigung im Wertbeitrag aus Thesaurierung wäre somit eine unzulässige Doppelerfassung.

(4) Die bewertungstechnische Annahme der Bewertungsgutachterin, die Ausschüttung nach persönlichen Steuern aus den Ausschüttungen zum 20.5. des jeweiligen Folgejahres zuzurechnen, während der Wertbeitrag aus Thesaurierung zum jeweiligen Jahresende zugerechnet wird, muss als vertretbar bezeichnet werden, auch wenn in der Bewertungspraxis vielfach der jeweilige Bilanzstichtag als Zahlungszeitpunkt zugrunde gelegt wird. Die hier gewählte Vorgehensweise führt zu einer realitätsnäheren Berücksichtigung des Zahlungsstroms aus Ausschüttungen, nachdem diese zeitnah erst nach der regelmäßigen Anfang bis Mitte Mai stattfindenden Hauptversammlung erfolgen. Dabei wurde für den Zeitraum bis zur Ausschüttung ein Zwischenfinanzierungsertrag aus einer Verzinsung mit einem Zinssatz von 3,4 % angesetzt. Dabei handelt es sich um den einjährigen Basiszinssatz zum 30.8.2006 im Sinne eines Drei-Monats-Durchschnittswertes. Die Annahme einer risikolosen Verzinsung ergibt sich aus der Erwägung, dass es sich hier um eine kurzfristige Renditeerwartung einer Geldanlage über wenige Monate handelt. Angesichts dessen musste nicht von einer kapitalwertneutralen Verzinsung ausgegangen werden, nachdem der Kapitalisierungszinssatz der Bank Austria Creditanstalt eine angemessene Rendite für die langfristige Investition in renditebehaftete Eigenkapitalinstrumente abbilden soll.

(5) Soweit bei der Ermittlung des Unternehmenswertes die Jahresüberschüsse nach Thesaurierung um die auf § 8 b Abs. 5 KStG beruhenden Steuern reduziert wurden, kann dieses keine Fehlerhaftigkeit der Unternehmensbewertung begründen. Aufgrund dieser Regelung kommt es zu einer fünfprozentigen Besteuerung der (zuvor steuerbefreiten) Inlandsdividenden; 95 % bleiben steuerfrei. Diese Vorschrift findet Anwendung, weil die Anteile an der Bank Austria Creditanstalt vor der Veräußerung an die Antragsgegnerin mehrheitlich von der HypoVereinsbank gehalten wurden und Ausschüttungen von Dividenden an diese fließen würden. Es geht vorliegend nicht um die steuerlichen Folgen einer Veräußerung der Beteiligung, sondern um die Besteuerung der Dividenden, die Anteilseignern zufließen.

2. Die Annahmen im Bewertungsgutachten zum Kapitalisierungszinssatz können mit Ausnahme des Wachstumsabschlages nicht übernommen werden, weil der Basiszinssatz auf 4,25 % vor Steuern und der Risikozuschlag auf 5,5 % nach Steuern zu reduzieren ist.

   Die oben bei der Bewertung der HypoVereinsbank hierzu getroffenen Überlegungen müssen in gleicher Weise bei der Bank Austria Creditanstalt gelten, auch wenn diese ihren Sitz in Österreich hat. Maßgeblich ist nämlich, dass es um die Überprüfung eines Transaktionspreises aus Sicht der in Deutschland ansässigen Verkäuferin einschließlich ihrer Minderheitsaktionäre geht. Demzufolge sind die für die Deutschland relevanten Parameter einschließlich der Besteuerung anzusetzen.

   a. Der Basiszinssatz muss entgegen der Annahme im Bewertungsgutachten von 4,5 % vor Steuern auf 4,25 % vor Steuern und damit auf 2,76 % nach Steuern abgesenkt werden.

      (1) Entsprechend der Empfehlung des FAUB des IDW wurde dabei eine hypothetische Zinsstrukturkurve für börsennotierte Staatsanleihen nach der Svensson-Methode für Restlaufzeiten von 1 bis 249 Jahre ermittelt und ab dem Jahr 249 eine flache Zinsstrukturkurve unterstellt.

Da sich daraus aber angesichts einer Laufzeit deutscher Staatsanleihen von maximal 30 Jahren bei einer Extrapolation der Zinsstrukturkurve nach dieser Methode auch unplausible Ergebnisse ergeben können, hat der FAUB des IDW im Jahr 2008 die Empfehlung dahingehend abgeändert, dass für die über 30 Jahre hinausreichende Schätzung der Zero-Bond-Zinssätze im Regelfall der ermittelte Zero-Bond-Zinssatz mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden kann. Da dies unplausible Ergebnisse vermeiden soll, wird diese Vorgehensweise gleichfalls als methodische Verbesserung anzusehen sein, die anzuwenden ist, auch wenn sie zum Bewertungsstichtag noch nicht regelmäßig angewandt wurde. Ungeachtet dessen ändert sich dadurch aber nicht das Ergebnis, weil sich daraus ein Basiszinssatz von 4,1270 % vor Steuern ergibt, der dann – ebenso wie der Wert von 4,18 % nach der zum Stichtag extrapolierenden Methode – auf 4,25 % aufzurunden ist.

Bereits im Zeitraum, der für das am 30.8.2009 abgeschlossene Bewertungsgutachten von relevant war, konnte ein sinkendes Zinsniveau beobachtet werden. Daraus kann aber nicht auf ein sich zum 25.10.2006 als relevanten Bewertungsstichtag abzeichnendes steigendes Zinsniveau geschlossen werden.

(2) Als Folge der Absenkung des Basiszinssatzes müssen aber auch kompensatorische Effekte berücksichtigt werden, um eine inkonsistente Planung zu vermeiden.

(a) Dies gilt zunächst für den Fristentransformationsbeitrag, den eine Bank dadurch generiert, dass sie Kredite vergibt, die eine längere Laufzeit aufweisen als die Laufzeit der korrespondierend zur Refinanzierung aufgenommenen Kredite. Bei Vorliegen einer normalen Zinsstrukturkurve erzielt die Bank aus dieser Laufzeitdifferenz einen Fristentransformationsbeitrag – je flacher der Anstieg der Zinsstrukturkurve ist, desto niedriger ist dann auch bei sonst unveränderten Bedingungen der realisierbare Fristentransformationsbeitrag. Die Sachverständigen ermittelten im

Vergleich zum 30.8.2006 für den 25.10.2006 die Zinsdifferenz zwischen einer Laufzeit von zwei Jahren und zehn Jahren zu diesen beiden Daten in Höhe von 0,500 % bzw. 0,287 % durch die sich abflachende Zinsstrukturkurve. Zur Quantifizierung des daraus resultierenden Effektes in Bezug auf das Zinsergebnis setzten die gerichtlich bestellten Sachverständigen auf das Kreditvolumen – also das Volumen der Forderungen an Kunden und Kreditinstitute – die Veränderung des Zinsspreads nach dem Abflachen an. Dabei gingen sie aufgrund einer volumengewichteten Fristigkeit dieser Forderung von sechs Jahren und von zwei Jahren für die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden und Kreditinstituten für den fraglichen Zeitraum zwischen dem 30.8.2006 und dem 25.10.2006 von einer Veränderung des Zinsspreads in einem Umfang von 0,158 % aus. Zudem nahmen sie an, dass ein Anteil von etwa 7,7 % des Zinsänderungsrisikos des Kreditvolumens der Bank Austria Creditanstalt nicht durch Zinsderivate abgesichert ist. Diese Annahmen stützten sie auf die Relation des Nominalbetrages an Zinsswap-Kontrakten im Bankenbuch zum Kreditvolumen der Bank Austria Creditanstalt im letzten Ist-Jahr. Daraus leiteten die Sachverständigen konsequenterweise durch Multiplikation des Kreditvolumens mit der Veränderung des Zinsspreads vom Basiszinssatz sowie durch Multiplikation mit dem Anteil des nicht abgesicherten Zinsänderungsrisikos einen Rückgang des Fristentransformationsbeitrages um € 9 Mio. im Planungsverlauf ab.

(b) Ebenso notwendig ist dann eine Anpassung des Eigenmittelbeitrages, dessen Rückgang in den drei Planjahren € 17 Mio., € 14 Mio. und € 16 Mio. sowie im Terminal Value € 16 Mio. beträgt.

Gegen die Methodik der Herleitung der Kompensationseffekte auf der Basis des gewichteten und barwertäquivalenten Basiszinssatzes können keine grundlegenden Einwände erhoben werden, selbst wenn man die nicht konsolidierten Beteiligungen mit einem risikolosen Ein-Jahres-Zinssatz von 3,4 % und die Eigen-

mittel auf der Basis eines Drei-Monats-Euribor von 3,4 % verzinst. Zwar liegt in dieser Vorgehensweise tatsächlich eine Vereinfachung. Allerdings verwiesen die Sachverständigen auch darauf, dass bei Bankbewertungen üblicherweise vereinfachend typisierend nach der Svensson-Methode vorgegangen wird. Der kompensatorische Effekt aus der Reduktion des Basiszinssatzes wird dabei in die Ewigkeit fortgeschrieben. Da die Ermittlung des Ertragswertes eine Prognose für die Zukunft beinhaltet und Schätzungen gem. § 287 Abs. 2 ZPO unausweichlich sind, können gegen diese Typisierungen keine methodischen Einwände erhoben werden. Dabei kann keinesfalls davon ausgegangen werden, diese Methode sei zur Ermittlung kompensatorischer Effekte ungeeignet, nachdem sie bei Bankbewertungen üblich ist und die Zukunft ohnehin immer nur auf der Basis von Prognosen annäherungsweise, aber nie sicher abgebildet werden kann. Dann aber ist es nicht geboten, diese Methode durch eine andere zu ersetzen.

b. Der bei der Bank Austria Creditanstalt aus denselben Gründen wie bei der HypoVereinsbank anzusetzende Risikozuschlag bedarf einer Reduktion auf 5,5 % nach Steuern.

(1) Die Ableitung der Marktrisikoprämie über das (Tax-)CAPM ist aus denselben Gründen, wie sie oben unter B. II. 2. b. (2) (a) dargestellt wurden, sachgerecht. Dabei war auch bei der Marktrisikoprämie auf die deutsche Sichtweise abzustellen, weil es um die Ermittlung des Transaktionspreises ging. Auch die von den Bewertungsgutachtern wie auch den Sachverständigen für die Bank Austria Creditanstalt angesetzte Marktrisikoprämie nach Steuern liegt innerhalb einer Bandbreite von ex post- sowie ex-ante-Studien zu der am Kapitalmarkt beobachtbaren Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer. Die ex post-Studien weisen Werte zwischen 3,5 % und 6,7 %, die ex ante-Studien solche zwischen 3,7 % und 6,0 % auf, wobei diese Studien sowohl die arithmetische als auch die geometrische Mittelwertbildung

beinhalten. Wenn dann ein entsprechender Abschlag, der zwischen 1,00 und 2,00 Prozentpunkten liegen soll, vorgenommen wird, zeigt dies, dass auch hier ein Mittelwert aus den historisch ermittelten geometrischen und arithmetischen Bandbreiten angesetzt wurde und damit auch bei der Bank Austria Creditanstalt den Schwächen beider Methoden hinreichend Rechnung getragen wurde.

Eine deutlich niedrigere Marktrisikoprämie von maximal 4,75 % lässt sich auch nicht aus der Anpassung der Daten aus der Stehle-Studie des Jahres 2004 rechtfertigen. Die Sachverständigen verwiesen darauf, dass unter Berücksichtigung der Aktualisierung der Daten und der von ihnen vorgenommenen ergänzenden Analysen und Berechnungen eine oberhalb von 4,75 % liegende Marktrisikoprämie in gleicher Weise wie bei der HypoVereinsbank gerechtfertigt ist, weshalb zur Vermeidung von Wiederholungen auf die obigen Ausführungen unter B.II.2.b. (2) (a) verwiesen werden kann.

(2) Der Beta-Faktor musste dagegen auf 1,0 abgesenkt werden, weil auch bei der Bank Austria der unternehmenseigene Beta-Faktor neben dem aus einer Peer Group abgeleiteten Beta-Faktor herangezogen werden muss, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat.

(a) Dem originären Beta-Faktor der Bank Austria Creditanstalt kann – im Gegensatz zur Einstufung der Bewertungsgutachterin – nicht jede Eignung zur Darstellung des Risikos der Bank Austria Creditanstalt abgesprochen werden. Ein originärer Beta-Faktor zwischen 0,8 und 1,0 spiegelt eine plausible Bandbreite wider, die das zukünftige operative Risiko dieser Bank angemessen abbildet.

Die gerichtlich bestellten Sachverständigen griffen bei ihren Untersuchungen wiederum auf Kapitalmarktdaten von S & P Capital IQ zurück und wählten für ihre Analyse die Daten zum Wiener Börse Index (im Folgenden auch: WBI) als breitestem lokalen

Index aus, der alle im Amtlichen Handel und im geregelten Freiverkehr der Wiener Börse gehandelten österreichischen Aktien umfasst, während der von herangezogene Austrian Traded Index (im Folgenden auch: ATX) nur die 20 liquidesten und höchst kapitalisierten im Prime Market der Wiener Börse gehandelten Aktien umfasst. Aufgrund der begrenzten Kapitalmarkthistorie mit dem 9.7.2003 als erstem Handelstag konnten die Sachverständigen dabei nur Referenzzeiträume von bis zu drei Jahren betrachten. Somit konnte wegen einer zu geringen Zahl an Datenpunkten die Ergebnisse monatlicher Renditeintervalle bei der Analyse von vornherein ausscheiden, weshalb nur wöchentliche Renditeintervalle ausgewertet werden konnten. Dabei ergab sich bei einem zweijährigen Beobachtungszeitraum ein verschuldeter Beta-Faktor von 0,82 und bei einem Zeitraum von drei Jahren ein solcher von 1,01.

Das zur Beurteilung der Aussagekraft herangezogene Bestimmtheitsmaß R^2 lag bei 0,31 bzw. 0,34, was für die Aussagekraft sprechen kann, jedoch nicht die Bedeutung der Liquiditätskennziffern hat, bei denen vor allem die Bid-Ask-Spreads über eine deutlich bessere Aussagekraft verfügen. Nach Abschluss der Übernahme der Bank Austria Creditanstalt durch die Antragsgegnerin am 18.11.2005 sank das tägliche Handelsvolumen der Aktie der Bank Austria Creditanstalt in gehandelten Stück deutlich ab, ohne dass aber eine signifikante Änderung der Bid-Ask-Spreads zu beobachten gewesen wäre, wie der Abbildung 14 im Hauptgutachten vom 2.10.2007 zu entnehmen ist. Sie bewegten sich ab dem 18.11.2005 in einer Bandbreite zwischen 0,02 % bis 1,4 % bei einem arithmetischen Mittel von 0,39 %. Diese Werte sprechen deutlich für die Relevanz des originären Beta-Faktors.

Angesichts der hinreichenden Liquidität der Bid-Ask-Spreads kann dem Ansatz des originären Beta-Faktors nicht zwingend entgegengehalten werden, nahezu die Hälfte der Datenpunkte

sei durch den am 12.9.2006 angekündigten Verkauf der Bank Austria Creditanstalt verzerrt gewesen. Ebenso muss gesehen werden, dass sich das operative Risiko eines Unternehmens durch einen Verkauf nicht ändert. Auch das Absinken des täglichen Handelsvolumens führt noch nicht dazu, aufgrund mangelnder Liquidität eine Verzerrung der Preisbildung am Aktienmarkt in Bezug auf die Aktie der Bank Austria Creditanstalt anzunehmen. Bei Betrachtung eines rollierenden Beta-Faktors über einen Zeitraum von drei Jahren bei wöchentlichen Renditen ist eine starke Verringerung ab dem Abschluss des öffentlichen Überangebots am 18.11.2015 angesichts eines Absinkens von 1,05 auf lediglich 1,01 nicht festzustellen. Auch kann ein geringes Handelsvolumen für sich allein betrachtet kein Indiz für eine Verzerrung des Aktienkurses sein. Die Preisverzerrung lässt sich - wie schon angesprochen – auf der Basis der Bid-Ask-Spreads messen; deren Entwicklung lässt indes gerade keinen entsprechenden Rückschluss auf eine Verzerrung zu.

Zwar kann nicht verkannt werden, dass der Beta-Faktor aus Vergangenheitswerten abgeleitet wurde, was indes auch die Bewertungsgutachter von bei der von ihnen zusammengestellten Peer Group getan haben. Doch wird durch die Berücksichtigung des originären Beta-Faktors auf der Grundlage (auch) eines dreijährigen Beobachtungszeitraums mit wöchentlichen Renditen die in der Vergangenheit beobachtbare dynamische Entwicklung im Segment CEE der Bank Austria Creditanstalt indirekt berücksichtigt. Im Zeitraum von 2001 bis 2005 erwirtschaftete die Bank Austria Creditanstalt durchschnittlich 34,2 % ihres Ergebnisses vor Steuern in diesem Segment, wobei sich dieser Anteil durch den Verkauf der BPH Polen und der Splitska banka im Planungszeitraum auf 26,8 % verringert. Vergleichbare dynamische Entwicklungen sind auch in den Beta-Faktoren der Peer-Group Unternehmen indirekt abgebildet, wie die Sachverständigen in ihrem ersten Ergänzungsgutachten dargestellt haben. Daher bietet auch die Abbildung des Beta-Faktors auf der Grundlage von

Vergangenheitszahlen eine hinreichende Gewähr dafür, dass vergleichbare dynamische Entwicklungen in den zentral- und osteuropäischen Ländern im Beta-Faktor von 1,0 abgebildet sind.

Auch die von und durchgeführten ökonomischen Analysen sprechen nicht gegen die Verwerfung des unternehmenseigenen Beta-Faktors. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der am 12.6.2005 erfolgten Zustimmung der Organe der HypoVereinsbank und der Antragsgegnerin zum Zusammenschluss dieser beiden Unternehmen. Im Zusammenhang mit dieser Beschlussfassung wurde ein freiwilliges Umtauschangebot der Antragsgegnerin an die Aktionäre der Bank Austria Creditanstalt im Verhältnis 1 : 19,92 angekündigt, das am 26.8.2005 veröffentlicht wurde und bis zum 18.11.2005 gültig war. Das freiwillige Umtauschangebot nahmen 17,45 % der Aktionäre oder 77,72 % des Streubesitzes an, weshalb die Antragsgegnerin am 18.11.2005 mittelbar und unmittelbar 94,98 % der Aktien der Bank Austria Creditanstalt hielt. Als Folge der Ad hoc-Mitteilung zur beabsichtigten Übernahme am 12.6.2005 durch die Antragsgegnerin bis zum Abschluss der Transaktion bewegte sich der Kurs der Bank Austria Creditanstalt-Aktie nahezu parallel zu dem der Aktie der Antragsgegnerin. Nach dem Abschluss des Übernahmeangebots verringerte sich der Streubesitz auf 5,02 %; auch das tägliche Handelsvolumen nahm signifikant ab. Ab dem 9.7.2006 sank der einjährige Beta-Faktor kontinuierlich von 1,72 auf 0,62 am 20.10.2006, wobei der Beta-Faktor ab dem 18.11.2005 verstärkt absank. In gleicher Weise nahm das Bestimmtheitsmaß R^2 von 0,46 auf 0,24 ab. Ebenso ging das wöchentliche Handelsvolumen nach dem 18.11.2005 zurück. Für den zwei- bzw. dreijährigen Beta-Faktor war ein Rückgang von 1,53 auf 0,82 bzw. von 1,05 auf 1,01 zu beobachten. Für die maßgeblichen zwei- und dreijährigen wöchentlichen Referenzzeiträume wurde eine bessere statistische Güte ermittelt, weshalb eine Bandbreite zwischen 0,8 und 1,0 als

angemessene Indikation für den unternehmenseigenen Beta-Faktor der Bank Austria Creditanstalt eingestuft werden kann.

Der Ansatz eines dreijährigen Beobachtungszeitraums führt zu keiner Verfälschung des Ergebnisses, auch wenn der Beta-Faktor dadurch um etwa 0,19 niedriger liegt als beim zweijährigen Beobachtungszeitraum. Die Datenpunkte aus dem zweijährigen Beobachtungszeitraum bilden 2/3 des dreijährigen Zeitraums ab. Im Falle eines stark nach unten verzerrten Beta-Faktors müsste auch der rollierende Beta-Faktor auf Basis eines dreijährigen Beobachtungszeitraums stark absinken. Von Ende Juni 2006 bis zum Bewertungsstichtag am 25.10.2006 sank der Beta-Faktor im dreijährigen Beobachtungsintervall allerdings nur unwesentlich von 1,05 auf 1,01 ab. Daher kann diese Abweichung nicht als Indiz für eine Verzerrung nach unten angesehen werden. Ebenso wenig lässt sich die Unanwendbarkeit des originären Beta-Faktors aus dem Rückgang des Zweijahres-Beta von 1,56 im August 2004 auf 0,84 zum Bewertungsstichtag begründen. Eine Verzerrung des unternehmenseigenen Beta-Faktors nach dem Abschluss des öffentlichen Übernahmeangebots ist bei dem dreijährigen Beta-Faktor gerade nicht zu beobachten gewesen. Der einjährige Beta-Faktor von 0,62 ist dagegen aus denselben Gründen, wie sie bei der HypoVereinsbank unter B. II. 2. b. (2) (b) (aa) angeführt wurden, nicht hinreichend belastbar.

Ebenso wenig konnten und zweifelsfrei eine wesentliche Änderung des operativen Geschäftsrisikos feststellen, das durch die geografische Ausrichtung der Bank Austria Creditanstalt, durch den Produkt- und Kundenmix sowie das regulatorische Umfeld geprägt wird. In der Vergangenheit war das Geschäftsprofil der Bank Austria Creditanstalt entsprechend den Ausführungen in den Geschäftsberichten der Jahre 2003 bis 2005 geprägt durch Akquisitionen in Zentral- und Osteuropa, wodurch sich der Ergebnisbeitrag dieser für die Bank Austria Creditanstalt wesentlichen Region im

Konzernergebnis vor Steuern in diesem Zeitraum von 24,0 % auf 51,2 % erhöhte. Das künftige Geschäftsmodell ist demgegenüber in der Planungsperiode geprägt durch die Veräußerung von 99,75 % der Anteile an der Splitska banka und von 71,3 % der Anteile an der BPH Polen in der Jahresmitte, bzw. im November 2006 für einen Preis von insgesamt € 4,7 Mrd. Demgemäß nimmt der geplante Ergebnisanteil des Osteuropa-Geschäfts am Konzernergebnis vor Steuern in 2007 auf 20,0 % und in 2008 auf 21,7 % ab. Angesichts dessen kann der auf historischen ex post-Kapitalmarktdaten ermittelte Beta-Faktor durchaus als angemessener Schätzer des künftigen operativen Geschäftsrisikos betrachtet werden.

Die Sachverständigen konnten auch keine eindeutigen Anhaltspunkte für eine Verzerrung des originären Beta-Faktors gewinnen, nachdem die Liquiditätskriterien für seine Aussagekraft sprechen. Soweit die Antragsteller zu 118) und 119) ein Privatgutachten von vorlegten, aus dem sich eine Koppelung der Aktienkurse der Bank Austria Creditanstalt an die der Antragsgegnerin als Folge des Übernahmeangebots vom 12.06.2005 ergeben sollte, lässt dieses Privatgutachten einen derartigen Rückschluss gerade nicht zu, nachdem der Analysezeitraum dort bereits im Juli 2003 beginnt und damit deutlich vor dem Übernahmeangebot.

(b) Indes muss dieser Ansatz anhand einer Peer Group-Analyse überprüft werden. Die von den Sachverständigen vorgenommenen Analysen ergaben einen aus einer selbst zusammengestellten Peer Group abgeleiteten Beta-Faktor in einer Bandbreite von 0,9 bis 1,1. Grundlage für die Aufnahme in die Peer Group ist dabei ein vergleichbares Geschäftsmodell einschließlich der geografischen Ausrichtung der betreffenden Unternehmen. Angesichts dessen mussten die von herangezogenen Vergleichsunternehmen Sanpaolo IMI S.p.A., Banca Intesa S.p.A., Alpha Bank A.E., EFG Eurobank Ergasias, Allied Irish Bank plc.

sowie Skandinaviska Enskilda Banken AB als Vergleichsunternehmen ausscheiden.

Um eine Vergleichbarkeit des Chancen-Risiko-Profils herzustellen, erachten die Sachverständigen einen Schwellenwert von rund 15 % für den Ergebnisanteil des Zentral- und Osteuropa-Geschäfts am Gesamtkonzern-EBT für notwendig, nachdem die Bank Austria Creditanstalt etwa ein Viertel des Vorsteuer-Ergebnisses in dieser Region plant. Angesichts dessen konnten die genannten Banken mit Anteilen am CEE-Geschäft über einen Zeitraum von fünf Jahren mit 10,7 %, 8,8 %, 7,6 %, 7,2 % und 10,4 % nicht die Peer Group aufgenommen werden. Die Commerzbank AG, die National Bank of Greece und die Société Générale S.A. weisen ihren Ergebnisanteil in diesem für die Bank Austria Creditanstalt wichtigen Region nicht explizit aus, weshalb sie aufgrund nicht möglicher Überprüfbarkeit ebenfalls nicht in die Peer Group aufzunehmen waren. Im operativen Geschäft muss für die Bejahung der Vergleichbarkeit sichergestellt sein, dass die Unternehmen einen Zinsüberschuss an den operativen Erträgen aufweisen, der in den letzten fünf Jahren über 40 % betragen soll. Da die Société Générale S.A. in dieser Zeitspanne lediglich einen diesbezüglichen Anteil von 33,1 % auswies, konnte sie auch deshalb nicht in die Peer Group aufgenommen werden.

Demgemäß können in Übereinstimmung mit den Sachverständigen lediglich die österreichische Erste Group Bank AG, KBC Groep N.V. aus Belgien, die in Schweden beheimatete Swedbank AB sowie die Antragsgegnerin als mit der Bank Austria Creditanstalt vergleichbar eingestuft werden, selbst wenn die KBC Groep N.V. nur durchschnittlich 10,7 % ihres Vorsteuerergebnisses im Osteuropa-Geschäft und die Swedbank mit ihrem Segment Baltic Banking durchschnittlich etwa 14,3 % ihres Vorsteuerergebnisses erwirtschaftet. Der Zinsüberschuss der KBC Groep N.V. lag bei 49,2 %; die Swedbank AB als schwedische

Universalbank erwirtschaftete einen Anteil des Zinsüberschusses von 66,1 % am Gesamtertrag. Aus dieser Kombination ergibt sich eine hinreichende Vergleichbarkeit dieser beiden Banken mit der Bank Austria Creditanstalt als Bewertungsobjekt, selbst wenn gerade bei der Swedbank AB der Anteil des Osteuropa-Geschäfts etwas niedriger lag als der Grenzwert von 15 %.

Die Unternehmen der Peer Group der Sachverständigen weisen durchgehend ein Bestimmtheitsmaß R^2 aus, das deutlich über dem vielfach angesetzten Grenzwert von 0,1 liegt, bei dessen Unterschreiten die statistische Signifikanz regelmäßig verneint wird. Vor allem aber liegt eine ausreichende Liquidität der Aktien aller vier Gesellschaften auf, nachdem sie über einen historischen Zeitraum von fünf Jahren eine Bandbreite für den durchschnittlichen relativen Bid-Ask-Spread von 0,12 % bis 0,36 % aufweisen.

Der im Vergleich zur Peer Group von deutlich geringeren Zahl von Unternehmen in der von den Sachverständigen gebildeten Peer Group kann nicht entgegengehalten werden, eine deutlich größere Zahl an Vergleichsunternehmen zeichne ein deutlich stabileres Bild von den Risiken. Eine größere Peer Group-Auswahl lässt sich nicht mit einer valideren Einschätzung gleichsetzen. Vielmehr besteht bei einer zu breiten Peer Group die Gefahr, aufgrund von Glättungseffekten das unternehmensspezifische Risiko nicht adäquat abzubilden, weil durch die breitere Auswahl eine „Glättung" des Unternehmensprofils vorgenommen wird. Dies zeigt sich vorliegend auch durch die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Aufnahme von Unternehmen, bei denen der Anteil des Osteuropa-Geschäfts sehr viel niedriger ist als bei der Bank Austria Creditanstalt oder bei denen dieser Anteil nicht ausgewiesen wurde, so dass das Kriterium der geografischen Vergleichbarkeit gar nicht feststellbar ist.

Die Einbeziehung der Swedbank AB und der Antragsgegnerin mit Beta-Faktoren von 0,69 bzw. 0,68 führt nicht zu einer

unzulässigen Verzerrung des Beta-Faktors nach unten. Zum einen lassen sich keine zwingenden ökonomischen Gründe gegen die Vergleichbarkeit mit der Bank Austria Creditanstalt anführen. Die Swedbank AB war aufgrund der von I und I durchgeführten Analysen hinreichend mit der Bank Austria Creditanstalt vergleichbar. Dabei nahmen sie die Peer Group-Ermittlung auf der Basis eines Scoring-Modells vor, das qualitative und quantitative Auswahlkriterien bzw. Werttreiber berücksichtigte. Neben dem Geschäftsmodell spielen dabei vor allem auch Rentabilitätskennzahlen, Kapitalausstattung, Rating und Marktkapitalisierung eine wichtige Rolle. Hinsichtlich des Return on Equity wies die Swedbank AB einen Wert von 18,2 % auf, der nur um 2,2 Prozentpunkte niedriger liegt als der der Bank Austria Creditanstalt. Die Cost-Income-Ratio liegt im Durschnitt von drei Jahren bei der Swedbank AB bei 59,8 %, bei der Bank Austria Creditanstalt bei 57,6 %. Das Rating beider Banken ist mit einem Ansatz von A identisch. Auch die Marktkapitalisierung ist nach den Ausführungen der Sachverständigen durchaus vergleichbar. Die etwas größeren Unterschiede der Tier 1-Quote von 8,3 % bei der Bank Austria Creditanstalt gegenüber 6,5 % lässt die Vergleichbarkeit nicht entfallen, nachdem die anderen Werte vergleichsweise nahe beieinander liegen und eine absolute Identität zwischen Peer Group-Unternehmen und Bewertungsobjekt ohnehin nie erreicht werden kann. Auch der Beitritt der baltischen Staaten zur Europäischen Union zum 1.5.2004 bedeutet keinen sofortigen Wegfall des Risikos der Tätigkeit in Osteuropa und eine Gleichsetzung mit mittel- und westeuropäischen Ländern, weil es sich bei den baltischen bzw. zentral- und osteuropäischen Märkten weiterhin um vergleichsweise dynamische Märkte mit hohen Wachstumserwartungen handelte und auch eine Annäherung an die Standards der Europäischen Union nicht unmittelbar zu erwarten war. Zudem ist zu beachten, dass die Sachverständigen den aus einer Peer Group ermittelten Beta-Faktor heranzogen, um die Höhe des von ihnen

abgeleiteten Beta-Faktors – ausgehend von der Bandbreite des originären Beta-Faktors – von 0,8 bis 1,0 festzulegen. Selbst ohne Berücksichtigung der Swedbank AB wie auch der Antragsgegnerin würde sich aus der Erste Group Bank AG und der KBC Groep N.V. mit Werten von 1,08 und 1,04 bei Rundung auf eine Nachkommastelle sowohl im arithmetischen Mittel als auch im Median ein Wert von 1,0 ergeben.

Das Absinken des Anteils des Osteuropa-Geschäfts am Gewinnanteil der Bank Austria Creditanstalt von 34 % auf 21 % führt nicht zu einer parallelen Reduktion des Risikos. Dies ließe sich nur dann rechtfertigen, wenn das Geschäftsrisiko des Segments Osteuropa-Geschäft deutlich höher, also risikoreicher wäre als das Geschäftsrisiko der übrigen Segmente. Nur dann könnte man auf eine Verringerung des Geschäftsrisikos schließen. Davon kann indes nicht ausgegangen werden. Die Sachverständigen gelangten bei ihrer Analyse der relativen Ergebnisse vor Steuern auf Segmentebene zu der Erkenntnis, dass das Geschäftsmodell der Bank Austria im Wesentlichen unverändert bleibt und sich nur die regionale Aufteilung des Ergebnisses vor Steuern um 13 Prozentpunkte verändert, während eine wesentliche Veränderung des operativen Geschäftsrisikos nicht zweifelsfrei festgestellt werden kann. Zum einen weichen die Geschäftsrisiken des Geschäfts im Zentral- und Osteuropasegment im Vergleich zu den übrigen Segmenten nicht wesentlich voneinander ab. Zum anderen bedeutet die veränderte regionale Aufteilung des Ergebnisses keine wesentliche Änderung der operativen Geschäftstätigkeit. Im Rahmen einer Gesamtwürdigung des Beta-Faktors konnte daher ein Beta-Faktor von 1,0 als Ergebnis einer Schätzung des unternehmensspezifischen Risikos als Teil des Kapitalisierungszinssatzes zugrunde gelegt werden.

(c) Bei der Bank Austria Creditanstalt muss der Risikozuschlag nicht um eine spezifische Länderrisikoprämie in Höhe von 0,14 % in Phase I und von 0,07 % in der Ewigen Rente additiv erhöht

werden. Dabei verkennt die Kammer nicht, dass der Ansatz einer Länderrisikoprämie in der Bewertungspraxis durchaus nicht unüblich ist, wenn die Gesellschaft in Staaten tätig ist, wo das wirtschaftliche Engagement mit einem höheren Risiko verbunden ist und die Ableitung des Beta-Faktors gegen einen nationalen Index erfolgt. Dabei wird vielfach auf das von Damodaran entwickelte Country Risk Premium-Modell zurückgegriffen. Ausgehend von den beobachtbaren Country-Default-Spreads der Staatsanleihen des betrachteten Landes gegenüber Staatsanleihen bester Bonität wird die Länderrisikoprämie geschätzt. Da die Länderrisikoprämie für Eigenkapitalgeber nach Damodaran höher ist als das Ausfallrisiko für Fremdkapitalpositionen, muss auch die Volatilität des Aktienmarktes im Verhältnis zur Volatilität des Aktienmarktes im selben Land einbezogen werden. Angesichts der typischerweise höheren Volatilität von Aktienmärkten im Vergleich zu Anleihemärkten resultiert daraus ein entsprechender Aufschlag auf die Country-Default-Spreads. Diese Methode wurde im Grundsatz auch von der Bewertungsgutachterin angewandt, indem zunächst die Country-Default-Spreads für die relevanten zentral- und osteuropäischen Länder ermittelt und dann in einem weiteren Schritt die ermittelten länderspezifischen Spreads mit einem Faktor von 1,5 multipliziert wurden, um der höheren Volatilität von Aktienmärkten Rechnung zu tragen. Die sich daraus ergebenden Risikozuschläge wurden dann mit den Ergebnisanteilen der jeweiligen Länder gewichtet und zu einer durchschnittlichen Länderrisikoprämie verdichtet.

Allerdings kann diesem Ansatz für die Aktien der Bank Austria Creditanstalt, die in einem entwickelten Kapitalmarkt notiert sind, nicht gefolgt werden. Jedenfalls in einem entwickelten Kapitalmarkt wie in Österreich kann eine Länderrisikoprämie nicht angesetzt werden, weil dieser Ansatz im Widerspruch zu dem Grundgedanken des (Tax-)CAPM steht. In einem funktionierenden Kapitalmarkt können die sich aus der Tätigkeit in Osteuropa ergebenden mikro- und makroökonomischen Risiken ebenso wie

politische und rechtliche Risiken im Rahmen des (Tax-)CAPM bereits durch den Beta-Faktor ausreichend abgebildet werden, nachdem die entsprechenden Informationen über die dortige Tätigkeit als in den Aktienkurs eingepreist angesehen werden müssen. Dies wird selbst dann zu gelten haben, wenn die Regression gegen eine nationalen Index erfolgt, weil nicht ganz nachvollziehbar ist, warum dort die Risiken des Unternehmens aus der Tätigkeit in der CEE-Region nicht reflektiert werden sollen; in einem funktionierenden Kapitalmarkt sind auch diese Risiken bekannt. Soweit es um das Wechselkursrisiko geht, ist dieses vorliegend im Zähler des Bewertungskalküls hinreichend abgebildet. Weiterhin muss gesehen werden, dass die Idee der Länderrisikoprämie modelltheoretisch nicht fundiert ist, was im Rahmen des traditionellen (Tax-)CAPM auch nicht zu begründen ist, und das eine empirische Begründung im Sinne einer auf ökonomisch belastbaren Methode beruhenden Ableitung nicht möglich ist (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 40 a; Kruschwitz/Löffler/Mandl WPg 2011, 167 f.; Knoll DB 2015, 935 ff.; kritisch auch Ernst/Gleissner WPg. 2012, 1252 ff.; Gleissner in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 963 ff.).

Letztlich wird diese Streitfrage aber sogar offengelassen werden können, weil der Ansatz einer Länderrisikoprämie zu einer Erhöhung des Risikozuschlags führt und sich daher wertmindernd auswirkt. Dann aber steht der Antragsgegnerin erst recht kein Anspruch auf Nachteilsausgleich zu.

c. Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag bei der Bank Austria Creditanstalt muss nicht erhöht werden.

Die oben unter B. II. 2. c. dargestellten allgemeinen Grundsätze zum Wachstumsabschlag gelten hier in gleicher Weise, weshalb zur Vermeidung von Wiederholungen darauf verwiesen werden kann.

(1) Eine Notwendigkeit zur Erhöhung resultiert nicht aus den außerordentlich guten Wachstumschancen der Bank Austria Creditanstalt durch die in den zentral- und osteuropäischen Staaten ansässigen Tochtergesellschaften. Die Berücksichtigung des überdurchschnittlichen Wachstumspotential in diesen Ländern wurde von den Wirtschaftsprüfern von F explizit in den finanziellen Überschüssen im Rahmen eines Konvergenzprozesses berücksichtigt. Das überproportionale Wachstum wurde für das Jahr 2009 auf 7,1 %, für das Jahr 2010 auf 3,9 % und für das Jahr 2011 auf 2,3 % angesetzt. Diesem Ansatz einer Konvergenzphase liegt die Annahme zugrunde, dass an deren Ende im Jahr 2017 eine Angleichung an ein westeuropäisches Wachstumsniveau erfolgt. Der Werteffekt des Konvergenzprozesses floss in Form eines wiederkehrenden jährlichen finanziellen Überschusses ab dem Jahr 2009 in die Ertragswertermittlung ein und wurde dadurch bereits angemessen berücksichtigt. Die barwertäquivalente nachhaltige Annuität beläuft sich auf € 20 Mio. und resultiert aus der Differenz zwischen dem modellierten Ergebnis auf Basis einer Konvergenzannahme für die osteuropäischen Tochtergesellschaften und den durch die Wachstumsrate für den Kernmarkt Österreich vorgegebenen Ergebnis; diese Ableitung erfolgte nach den Erkenntnissen der Sachverständigen sachgerecht.

(2) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 % für die nachhaltigen Überschüsse kann die Entwicklung volkswirtschaftlicher Größen nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme nicht entgegengehalten werden.

(a) Zur Überprüfung des Wachstumsabschlages von 1 % haben die Sachverständigen die Gesamtwachstumsrate der geplanten entziehbaren Überschüsse der Bank Austria Creditanstalt in der Ewigen Rente bei gleichzeitigem Vorliegen von inflationsbedingtem und thesaurierungsbedingtem Wachstum ermittelt. Als volkswirtschaftliche Daten zogen sie dabei zunächst das österreichische Brutto-Inlandsprodukt heran, das von 1997 bis 2005

nominal um jährlich 3,7 % anstieg. Für die Jahre 2006 und 2007 wurde ein Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes von durchschnittlich 2,3 % und 2,1 % erwartet, wobei diese Werte auf der Auswertung der Erwartungen von Instituten und Banken beruhten. Die mit Hilfe des Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate betrug in Österreich im selben Zeitraum im Durchschnitt 1, 5 %; für die beiden Folgejahre wurde eine Inflationsrate von durchschnittlich jeweils 1,8 % prognostiziert. Das Gewinnwachstum der im ATX Prime Index notierten Unternehmen betrug von 1997 bis 2005 durchschnittlich 16,4 %. Das Gewinnwachstum der Banken in Österreich durchschnittlich 13,9 % pro Jahr.

(b) Für den Vergleich mit den Wachstumserwartungen der Bank Austria Creditanstalt im Terminal Value muss zum einen das inflationäre Wachstum untersucht werden, das zu einer Verteuerung von Vermögensgegenständen von Jahr zu Jahr aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate führt. Gleichzeitig bedingt ein inflationäres Wachstum aber eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen Substanz. Zudem besteht neben dieser inflationsbedingten Thesaurierung die Möglichkeit, Kapital im Unternehmen zu binden und dadurch zusätzlich thesaurierungsbedingtes Wachstum zu generieren. Das thesaurierungsbedingte Wachstum wurde dabei im Rahmen des Bewertungskalküls durch direkte Zurechnung im Zähler und das inflationäre Wachstum im Nenner, mithin als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten berücksichtigt. Dadurch kommt es zu einer Zurechnung auch des (steuerfreien) Wertbeitrages aus Thesaurierung in Höhe von € 519 Mio., wodurch die Anteilseigner insgesamt einen Zahlungsüberschuss in Höhe von € 991 Mio. im Terminal Value erzielen. Dieser Zahlungsüberschuss wächst annahmegemäß nachhaltig um jährlich 1 %. Zu demselben Ertragswert gelangt man, wenn der Wertbeitrag der Thesaurierung in Höhe von € 519 Mio. im Jahr der Ewigen Rente im

Unternehmen einbehalten und für den Anteilseigner wertneutral mit den Kapitalkosten wieder veranlagt wird. Im Ergebnis führt dies dazu, dass der Zahlungsüberschuss der Anteilseigner im Jahr der Ewigen Rente lediglich die Nettoausschüttungen aus Dividenden im Umfang von € 472 Mio. umfasst. Die zusätzlich einbehaltenen Mittel generieren hingegen zusätzliches kompensatorisches Ergebniswachstum, weshalb der finanzmathematische Wachstumsabschlag bei dieser Berechnungsalternative von 1 % auf eine Gesamtwachstumsrate von über 5 % ansteigt.

(c) Zudem konnten I und I belegen, dass eine implizite Überrendite der inflationsbedingt thesaurierten Mittel in Höhe von € 65 Mio. vorliegt. Bezogen auf den IFRS-Jahresüberschuss im Jahr der Ewigen Rente von € 1.168 Mio. beträgt die inflationsbedingte Thesaurierungsquote bei einem Betrag von € 65 Mio. rund 5,57 %. Die implizite Rendite der Thesaurierung aus inflationsbedingtem Wachstum, die sich als Quotient des absoluten Wachstums des Ergebnisses nach Steuern und Minderheiten von 2009 auf 2010 in Höhe von € 12 Mio. und der aufsichtsrechtlichen Thesaurierung in Höhe von rund € 65 Mio. ermittelt, beträgt somit 18,1 %. Somit liegt angesichts der soeben beschriebenen impliziten Überrendite ein werterhöhender Effekt auf den Ertragswert der Bank Austria Creditanstalt vor. Angesichts dessen kann es auch nicht zu einem dauerhaften Schrumpfen des Bewertungsobjektes kommen, nachdem das Gesamtwachstum deutlich über der erwarteten Inflationsrate liegt.

(d) Das Gesamtwachstum der entziehbaren Überschüsse, das sich ergibt, wenn der Wertbeitrag der Thesaurierung finanzmathematisch ebenfalls als Wachstumsabschlag im Nenner des Barwertkalküls interpretiert wird, liegt innerhalb der Bandbreite zwischen dem jährlichen nominalen Wachstum des Brutto-Inlandsproduktes zwischen 1997 und 2005 und dem Gewinnwachstum für

Banken von 13,9 % im selben Zeitraum. Allerdings enthält dieser historische Zeitraum keine negativen Konjunkturzyklen, wie beispielsweise die globale Finanzmarktkrise im Jahr 2008, bzw. 2009. Beim Rückgang des Gewinnwachstums österreichischer Banken im Jahr 2002 handelt es sich um eine übliche Marktkorrektur, die durch ein übermäßiges Wachstum in den beiden Folgejahren kompensiert wird. Dieser Befund geht einher mit der Markteinschätzung auch der Bank Austria Creditanstalt im Geschäftsbericht des Jahres 2003, wonach dieses Jahr für den europäischen Bankensektor „... ein Jahr der Genesung nach einer gut zweijährigen Verstimmung ..." war. Zudem wurde das durchschnittliche Gewinnwachstum von den Sachverständigen mit Hilfe des geometrischen Mittels errechnet, weshalb nur die Jahre 1996 und 2005 unmittelbar in die Berechnung des geometrischen Mittelwerts von 13,9 % eingingen, während das Gewinnwachstum der österreichischen Banken der Jahre 2002 und 2003 keine unmittelbare Auswirkung auf das ermittelte durchschnittliche Wachstum hat angesichts des Ansatzes über das geometrische Mittel.

(e) Aus dem Gewinnwachstum der Unternehmen aus dem ATX Prime Index kann nicht auf einen zu niedrigen Wachstumsabschlag geschlossen werden. Diese Vergleichszahl weist nämlich im herangezogenen Zeitraum eine hohe Volatilität auf, weshalb in Übereinstimmung mit den Sachverständigen beim Wachstumsabschlag nicht auf diese Werte abgestellt werden kann. So kam es beispielsweise im ATX Prime Index im Jahr 2001 zu einer Marktkorrektur, die dann im Folgejahr kompensiert wurde.

(f) Sobald man zur Plausibilisierung die Zeitspanne bis ins Jahr 2010 ausweitet, reduziert sich das Gewinnwachstum der Banken auf durchschnittlich 7,8 % p.a. anstelle von 13,9 % und der Unternehmen im ATX Prime Index auf 9,3 % p.a. statt 16,4 %. Eine unzulässige ex post-Betrachtung kann in dieser Vorgehensweise

nicht gesehen werden, weil sie – ähnlich wie bei der HypoVereinsbank – rein informativ der Plausibilisierung des Wachstumsabschlages diente.

(g) Allein der Umstand, dass die Sachverständigen für die Jahre 2006 und 2007 leicht höhere Inflationsraten von 1,8 % zugrunde legten, kann ein anderes Ergebnis nicht begründen. Zum einen ist die allgemeine Inflationsrate nicht maßgeblich; vielmehr ist auf die unternehmensspezifische Inflationsrate abzustellen. Zum anderen liegt die erwartete allgemeine Inflationsrate noch immer unterhalb des mit 2 % angesetzten Zielwertes der Europäischen Zentralbank. Vor allem aber kann beim Wachstum gerade nicht ausschließlich auf die inflationsbedingte Wachstumsrate abgestellt werden, was bereits dargestellt wurde.

(3) Gerade die Untersuchungen der Sachverständigen zur unternehmensspezifischen Inflationsrate stützen ganz wesentlich den Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 %. Diese unternehmensspezifische Inflationsrate setzt sich zum einen aus unternehmensspezifischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite zusammen, die von den Sachverständigen mit 1,98 % angesetzt wurde. Aus Daten der Wirtschaftskammer Wien für die Jahre 1995 bis 2005 leiteten sie ein durchschnittliches Wachstum der Gehälter von 2,1 % als plausibel ab. Die zu erwartende Preissteigerungsrate beim Sachaufwand setzten sie entsprechend der Prognose für die konsumorientierte Inflationsrate auf 1,8 % an. Bei einer Verteilung des Preisanstieges zwischen Personalaufwand und Sachaufwand in einem Verhältnis von 60:40 entsprechend der sich aus dem Geschäftsbericht 2005 für den Konzern ergebenden Anteil der jeweiligen Kostenarten am gesamten Verwaltungsaufwand ergibt sich daraus eine zu erwartende Preissteigerung von 1,98 %. Zum anderen müssen aber die Auswirkungen aus Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt gegengerechnet werden, woraus sich dann ein plausibler Wachstumsabschlag von 1 % ergibt. In diesem Zusammenhang führten die Sachverständigen

in ihrem dritten Ergänzungsgutachten vor allem das mehrjährige Programm „Fit for Sales“ zur operativen Effizienzsteigerung im Segment Privatkunden Österreich an. Zudem wurden Einsparungen der IT-Kosten realisiert. Für das segmentübergreifende Rechenzentren der Bank Austria Creditanstalt reduzierten sich die Kosten von € 180,8 Mio. im Jahr 2000 um € 66,3 Mio. auf € 114,5 Mio. im Jahr 2005. Als Folge des Außerachtlassens dieser kompensatorischen Effekte würde die unternehmensspezifische Inflationsrate tatsächlich höher ausfallen, die dann aber auch vollständig auf die Abnehmer der Leistungen der Bank Austria Creditanstalt überwälzbar sein müssten, um einen höheren Wachstumsabschlag als 1 % rechtfertigen zu können. Angesichts der Wettbewerbssituation im Bankenmarkt muss dies aber als nicht plausibel eingestuft werden, worauf die Sachverständigen hingewiesen haben.

(4) Ein Widerspruch der Berücksichtigung von Effizienzsteigerungen zum eingeschwungenen Zustand kann aus den bereits unter B. II. 2. c. (2) (a) (aa) nicht bejaht werden.

(5) Aus dem im Rahmen des Squeeze Out bei der Bank Austria Creditanstalt mit Stichtag zum 3.5.2007 angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,8 % kann kein anderes Ergebnis abgeleitet werden. Zum einen hat sich der Konsolidierungskreis im Zuge der geplanten Bündelung des Osteuropa-Geschäfts des Konzerns stark verändert. Mit Ausnahme des polnischen und des ukrainischen Geschäfts kam es zur Bündelung in der Bank Austria Creditanstalt. Die CEE-Einheiten der Antragsgegnerin wurden in die Bank Austria Creditanstalt eingebracht, mithin die Bankenbeteiligungen in der Türkei, Kroatien, Bulgarien, Tschechien, der Slowakei und Rumänien. Die russische Tochtergesellschaft International Moscow Bank wurde durch die Bank Austria Creditanstalt erworben, während die BPH Polen von ihr an die Antragsgegnerin veräußert wurde, wobei dies aber für den Ertragswert irrelevant sein muss, nachdem die BPH Polen bei der hier vorzunehmenden Bewertung nicht Bestandteil der Ertragswertermittlung war.

Durch diese Veränderung des Konsolidierungskreises zwischen den beiden maßgeblichen Stichtagen vom 25.10.2006 und vom 3.5.2007 nahm der Anteil des wachstumsstarken Osteuropa-Geschäfts bei der Bank Austria Creditanstalt signifikant zu. Weiterhin wurden die Wachstumschancen der in Zentral- und Osteuropa angesiedelten Einheiten – unter anderem in Tschechien, Ungarn, Rumänien und Slowenien – erst jenseits des Detailplanungszeitraums an die westeuropäischen Wachstumsraten angepasst. Demgemäß waren für die osteuropäischen Einheiten über die Detailplanungsphase hinausgehend höhere Wachstumsraten angesetzt, die erst in den nachfolgenden Jahren sukzessive auf ein nachhaltiges Niveau konvergieren. Dieser Effekt wurde entsprechend den obigen Ausführungen über eine Annuität abgebildet und ist folglich nicht aus dem inflationsbedingten Wachstumsabschlag ersichtlich. Zudem spiegelt die Bewertung von I zum 3.5.2007 neben dem preisbedingten auch das thesaurierungsbedingte Wachstum wider, was zu einer tendenziell höheren Festsetzung führt.

Daraus ergibt sich dann ein Ertragswert der Bank Austria Creditanstalt wie folgt:

BA-CA – Konzern **Ertragswertermittlung** **In Mio. €**	**Vorschau 2006**	**Plan 2007**	**Plan 2008**	**nachhaltig**
Ergebnis vor Steuern – originär	**2.158**	**1.326**	**1.594**	**1.524**
Zinsüberschussanpassung	-27	-23	-26	-25
Rückanpassung Handelsergebnis INM	0	0	40	40
Ergebnis vor Steuern - nach Anpassungen	**2.132**	**1.302**	**1.608**	**1.539**
Steueraufwendungen – originär	-285	-254	-307	-294
Anpassung der Steueraufwendungen	4	4	-3	-3
Ergebnis nach Steuern - nach Anpassungen	**1.850**	**1.053**	**1.298**	**1.243**
Fremdanteile	-129	-60	-67	-63
Ergebnis nach Steuern und Minderheitenanteil - nach Anpassungen I	**1.721**	**993**	**1.231**	**1.180**
Anpassung des Wachstums beim Übergang ins TV-Jahr (Annuität)	0	0	0	8
Ergebnis nach Steuern und Minderheitenanteil - nach Anpassungen II	**1.721**	**993**	**1.231**	**1.187**
Thesaurierung	**-683**	**-304**	**-700**	**-594**
Davon aufsichtsrechtlich erforderlich	0	0	0	-64,6

Davon Wiederanlage zu EK-Kosten (Wertbeitrag aus Thesaurierung)	0	0	0	-529
Ausschüttungsfähige Dividenden	**1.038**	**689**	**531**	**594**
Implizite Ausschüttungsquote	60,31%	69,36%	43,11%	50,00%
Ertragsteuern auf 5% Dividenden	-21	-14	-11	-12
Einkommensteuer auf Dividenden	-178	-118	-91	-102
Nettoausschüttung	**839**	**557**	**429**	**480**
Kapitalisierungszins				
Basiszins	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Typisierte Einkommensteuer	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%
Basiszins nach typisierter Einkommensteuer	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**
Marktrisikoprämie (MRP nach pers. Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor	1,0	1,0	1,0	1,0
Länderrisikoprämie	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitalisierungszins nach pers. Steuer	**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**
Wachstumsabschlag				**1,00%**
Kapitalisierungszins (inkl. Wachstumsabschlag)	**8,26%**	**8,26%**	**8,26%**	**7,26%**
Barwert: Nettoausschüttung				
Nettoausschüttung	839	557	429	480
Kapitalisierungszins	8,26%	8,26%	8,26%	7,26%
Barwertfaktor (Basis 20. Mai)	0,956	0,883	0,815	11,229
Diskontierte Dividenden	**802**	**492**	**350**	**5.390**
Barwert der Dividenden	**7.033**			
Barwert: Thesaurierung				
Thesaurierter Gewinn/Verlust	0	0	0	529
Kapitalisierungszins	8,26%	8,26%	8,26%	7,26%
Barwertfaktor (Basis 31. Dezember)	0,986	0,910	0,841	11,578
Wertbeitrag Thesaurierung	**0**	**0**	**0**	**6.125**
Barwert der Thesaurierung	**6.125**			
Ertragswert zum 25.10.2006	**13.158**			

3. Eine höhere Bewertung der Sonderwerte und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der Bank Austria Creditanstalt war nicht geboten, weil diese in angemessenem Umfang in die Ermittlung des Unternehmenswertes einflossen.

   a. Dies gilt zunächst für den Ansatz des Sonderwertes aus der Veräußerung des Mehrheitsanteils von 71,03 % an der BPH Polen in Höhe von 3.712 Mio., woraus auf einen Gesamtwert dieser Bank von € 5.226 Mio. zu schließen ist. Der Sonderwert basiert auf dem Barwert der vertraglich vereinbarten Transaktionskomponenten zum 8.8.2006, bestehend aus variablen

jährlichen Raten und einem fixen Anteil. Die fixe Barzahlung von € 3,6 Mrd. soll vertragsgemäß am Ende des Jahres 2009 erfolgen. Zusätzlich besteht eine Erlösbeteiligung in Höhe von 71,03 % des kombinierten Gewinns der BPH Polen und der Bank Polska Kasa Opieki S.A. in den Geschäftsjahren 2007 bis 2009, die in Summe auf insgesamt € 677 Mio. geschätzt wurde. Die Zahlungsströme wurden mit einem risikoadjustierten Zinssatz auf Basis des risikofreien Interbankenzinssatzes zuzüglich dem für die Antragsgegnerin als Käuferin anzusetzenden Bonitätszuschlag diskontiert. Dabei erfolgte die Diskontierung sachgerecht auf den Stichtag 25.10.2006, was sowohl für die fixen als auch für die variablen Vergütungsbestandteile gilt. Eine Abzinsung auf frühere Stichtage hätte zudem einen niedrigeren Unternehmenswert zur Folge.

(1) Die volumengewichtete durchschnittliche Marktkapitalisierung betrug zum Stichtag der Veröffentlichung des geplanten Verkaufs der BPH Polen bei einem dreimonatigen Betrachtungszeitraum etwa € 5,23 Mrd. und entspricht damit im Wesentlichen dem angesetzten Sonderwert, wenn dieser auf 100 % der Anteile bezogen wird. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die BPH Polen bereits seit 1999 unmittelbar von der HypoVereinsbank kontrolliert wurde; sie war Ende 1999 mit 86,1 % deren Mehrheitsaktionärin. Im weiteren Verlauf kam es sukzessive zu einer Übertragung der Anteile an der BPH Polen von der HypoVereinsbank auf die Bank Austria Creditanstalt, bis diese Ende 2005 71,03 % der Anteile unmittelbar hielt. Die Bank Austria Creditanstalt wurde zu diesem Zeitpunkt noch mehrheitlich mit 77,53 % von der HypoVereinsbank und von der Antragsgegnerin mit 17,45 % gehalten. Im Zuge der Übernahme der HypoVereinsbank durch die Antragsgegnerin Ende 2005 wurde die BPH Polen zum Ende 2005 mittelbar bereits von der Antragsgegnerin kontrolliert. Angesichts dessen reflektiert der Börsenkurs zum maßgeblichen Stichtag die bestehenden Konzernverhältnisse samt der damit verbundenen Synergien. Dabei war es sachgerecht, nicht auf den höheren Stichtagskurs zum 3.8.2006 oder gar zum 25.10.2006 abzustellen, sondern auf einen dreimonatigen Durchschnittskurs vor der Bekanntgabe der geplanten

Veräußerung am 4.8.2006. An diesem Tag wurden nämlich die Verkaufskonditionen, namentlich der Verkaufspreis veröffentlicht. Nach dieser Bekanntgabe an die Kapitalmärkte stieg die Marktkapitalisierung der BPH Polen überproportional bis zum 25.10.2006 um mehr als 20 % an. Dieser Anstieg zeigt, dass die Marktkapitalisierung nach dem 4.8.2006 durch die Veröffentlichung und Marktspekulationen beeinflusst wurde, nachdem eine wesentliche Verbesserung der operativen Ergebnisse der BPH Polen nach den von den Sachverständigen vermittelten Erkenntnissen nicht zu verzeichnen war. Durch die Fixierung der vertraglichen Konditionen des Verkaufs der BPH Polen wurde das Risiko der Veränderung des Aktienkurses sowohl von der Antragsgegnerin als auch von der Bank Austria Creditanstalt bzw. deren Aktionären getragen. Bei einer Verschlechterung des Aktienkurses der BPH Polen hätte sich ein Vorteil im Sinne eines entgangenen Verlustes aus Sicht der Minderheitsaktionäre der HypoVereinsbank ergeben, was wiederum einen Nachteil aus Sicht der Antragsgegnerin bedeutet hätte, die dies aber gleichfalls gegen sich hätte gelten lassen müssen.

Der Durchschnittskurs über drei Monate vor der Bekanntgabe ist deutlich besser geeignet, den inneren Wert abzubilden als ein Stichtagskurs zum 4.8.2006, der zu einer Marktkapitalisierung von rund € 5.722 Mio. geführt hätte. Die über den Durchschnittskurs gewählte Vorgehensweise berücksichtigt die seinerzeitige hohe Volatilität an den Aktienmärkten viel besser. Bei der Antragsgegnerin handelt es sich um einen strategischen Investor, dem es aus wirtschaftlicher Sicht angesichts der intendierten notwendigen längeren Haltedauer nicht auf einen bestimmten Tageskurs ankommt. Innerhalb einer Zeitspanne von einem Jahr vor der Ankündigung des Verkaufs erreichte die BPH Polen am 27.2.2006 mit € 6,3 Mrd. die höchste und am 5.8.2005 mit € 4,1 Mrd. ihre niedrigste Marktkapitalisierung. Die Analyse der Entwicklung der Marktkapitalisierung innerhalb einer Zeitspanne von sechs Monaten vor der Ankündigung zeigt, dass selbst innerhalb dieses kürzeren Zeitraums – ausgehend von der höchsten Marktkapitalisierung im Februar 2006 – diese um bis zu 32 % nachgab und sich bis zum Ankündigungszeitpunkt selbst wieder um etwa 35 % erholte.

Angesichts dieser Volatilität konnte und musste der volumengewichtete Durchschnittskurs zur Plausibilisierung des Verkaufspreises herangezogen werden, nachdem die Aktienmärkte in den USA, Japan und im Europäischen Währungsraum ähnliche Verläufe mit einem starken Kursrückgang im Mai und Juni 2006 zu verzeichnen hatten.

Nach der Ankündigung der Verkaufsabsicht konnten zwar zunächst für drei Monate nur vergleichsweise geringe Schwankungen des Aktienkurses der BPH Polen festgestellt werden, bis der Aktienkurs zum Bewertungsstichtag hin nochmals deutlich anstieg. Zwar können die geringen Schwankungen im Zeitraum nach der Ankündigung der Vertragskonditionen auf diese Bekanntgabe zurückzuführen sein. Allerdings waren diese für beide Vertragsparteien nicht mehr maßgeblich, nachdem die Verkaufskonditionen bereits am 8.8.2006 festgelegt waren. Zu diesem Tag würde sich ein stichtagsbezogener Kaufpreis von € 4,199 Mrd. errechnen, der allerdings angesichts der deutlich besseren Eignung des gewichtete Durchschnittskurses zur Überprüfung der Angemessenheit des Kaufpreises nicht maßgeblich sein kann.

Eine Bereinigung des Kaufpreises dergestalt, dass eine Kursverzerrung durch die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern zwingend hätte eliminiert werden müssen und der kontinuierliche Anstieg des Kurses der Aktie der BPH Polen nach dem Kaufvertragsabschluss hätte berücksichtigt werden müssen, musste nicht stattfinden. Die vor der Transaktion vorhandene Entwicklung in den Schwellenländern spiegelt die damalige Wahrnehmung sowie die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer wider und deutet auf das allgemein volatile Marktumfeld sowohl in den Schwellenländern als auch im europäischen Markt zum Zeitpunkt der Transaktion hin. Daher kann eine einseitige Korrektur negativer Effekte nicht erfolgen, zumal die Sachverständigen ohnehin keine relevanten Kursverzerrungen feststellen konnten, nachdem im Zeitraum zwischen der Ankündigung und dem Stichtag am 25.10.2006 nur an zwei Handelstagen Sprünge von mehr als +/- 5 % festgestellt wurden, die die hohe Volatilität der BPH Polen-Aktie belegen. Zudem war das Kursniveau vor dem Kurseinbruch

bereits Ende Juli 2006 wieder erreicht und nicht erst Anfang Oktober 2006, wie einige Antragsteller vorgetragen haben. Würde man aufgrund dieser Schwankungen alternativ auf einen sechsmonatigen Durchschnittskurs zur Plausibilisierung des vereinbarten Kaufpreises abstellen, würde ein fiktiver Veräußerungspreis der Beteiligung an der BPH Polen bei € 3.902 Mio. liegen und damit nur um etwa 5,1 % über den vereinbarten Kaufpreis. Angesichts der einleitend unter C. dargestellten Grundsätze zur Angemessenheit eines Kaufpreises lässt sich dann aber auch aus dieser Alternativberechnung, die ohnehin nur der Plausibilisierung diente, keine Unangemessenheit des vereinbarten Kaufpreises ableiten.

Eine Kontrollprämie musste nicht angesetzt werden. Die BPH Polen war zum Zeitpunkt der Übernahme bereits seit einigen Jahren in den Konzernverbund aus HypoVereinsbank und Bank Austria Creditanstalt eingebunden und im Zuge der Übernahme der HypoVereinsbank durch die Antragsgegnerin seit Ende 2005 mittelbar von der Antragsgegnerin kontrolliert. Folglich reflektiert der Börsenkurs gerade auch die bestehenden Kontrollverhältnisse und damit verbundene Synergien.

(3) Die Angemessenheit des Transaktionspreises konnten die Sachverständigen auch mittels implizierter Preis-/Buchwert-Multiplikatoren begründen. Basierend auf dem unterstellten Sonderwert für den 71,03 %-igen Anteil an der BPH Polen in Höhe von € 3.712 Mio. wäre der Kaufpreis für 100 % der Anteile mit rund € 5.226 Mio. zu veranschlagen. Demgegenüber wies die BPH Polen in ihrem veröffentlichten Halbjahresbericht zum 30.6.2006 ein bilanzielles Eigenkapital nach Minderheiten bei einem Wechselkurs von 4,0434 PLN/Euro auf Basis der Veröffentlichung der Zentralbank zum 30.6.2006 in Höhe von € 1.510 Mio. auf, woraus sich ein impliziter Preis-/Buchwert-Multiplikator von 3,5x ergibt. Bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum 31.12. 2005 ohne Minderheiten in Höhe von € 1.648 Mio. beträgt der implizite Preis-/Buchwert-Multiplikator 3,17x. Dabei ist es sachgerecht, wenn verstärkt auf den Halbjahresabschluss zum 30.6.2005 abgestellt wird,

nachdem diese Zahlen bereits zum Bewertungsstichtag veröffentlicht waren und diese somit aktueller sind als die des Jahresabschlusses zum 31.12.2005. Auf Basis der Datenbank von S & P Capital IQ identifizierten die Sachverständigen sieben öffentliche und nicht öffentliche Mehrheitstransaktionen im osteuropäischen Bankensektor zwischen dem 1.1.2004 und dem 25.10.2006, wobei aber klassische Spezialdienstleister wie beispielsweise Vermögensverwalter, Investment-Banken und Kreditkartenausgeber von dieser Analyse ausgeschlossen blieben. Zudem mussten die Transaktionen eine implizite Eigenkapitalbewertung von über € 100 Mio. aufweisen. Von diesen sieben Transaktionen mussten die Sachverständigen die Banca Commercialia Romana S.A. mit einem Preis/Buchwert-Multiplikator von 5,6x sowie die OJSC Commercial Bank Petrocommerce mit einem Preis/Buchwert-Multiplikator von lediglich 0,5x als Ausreißer ausschließen. Die verbliebenen fünf Zielunternehmen wiesen eine Bandbreite zwischen 2,6x und 4,4x auf. Der Median bzw. das arithmetische Mittel beliefen sich auf 3,7x bzw. 3,5x, weshalb der entsprechende Wert für die BPH Polen innerhalb der Bandbreite liegt und unter Heranziehen des Halbjahresabschlusses zum 30.6.2006 exakt das arithmetische Mittel trifft. Zudem zeigen Analysen der Transaktionen, deren Gegenstand polnische Banken im selben Zeitraum vom 1.1.2004 bis zum 25.10.2006 waren, dass diese deutlich niedrigere Preis/Buchwert-Multiplikatoren aufwiesen. Beim (Rück-)Erwerb von 47,5 % der Anteile an der polnischen Bank Ochrony Srodowiska S.A. durch die SEB an die polnische Umweltbehörde betrug der Preis/Buchwert-Multiplikator 1,9x. Noch geringere Preis/Buchwert-Multiplikatoren von 1,5x ergaben sich beim Kauf von 18,9 % der Anteile an dem polnischen Joint Venture Bank Millennium S.A. bzw. von 1,3x beim Erwerb von 35,3 % an der bis dahin überwiegend im polnischen Staatsbesitz befindlichen Bank Gospodarki Żywnościowej S. A. durch die niederländische Rabobank NV. Der Preis/Buchwert-Multiplikator der BPH Polen lag zum 31.12.2004 – mithin sehr zeitnah zur Bekanntgabe der beiden zuletzt genannten Transaktionen am 22.12.2004 bzw. am 9. 12.2004 – auf Basis des Aktienkurses bei 2,5x, auf Basis des Kaufpreises bei

3,5x, aber immer noch deutlich über dem Verhältnis bei den beiden anderen im Dezember 2004 bekannt gegebenen Transaktionen.

Der Rückgriff auf Transaktionen, die etwa 1 ½ Jahre zurücklagen, ist nicht zu beanstanden. Bei dieser Analyse, die ohnehin nur der Plausibilisierung eines Transaktionspreises dient, sollen zwar nach Möglichkeit nur aktuelle Transaktionen in Betracht gezogen werden. Angesichts der geringen Zahl von Transaktionen sowohl am polnischen Markt als auch in den weiteren Zielländern Tschechien, Kroatien, Ukraine und Serbien konnten die Sachverständigen sehr wohl auf einen Zeitraum von etwa 1 ½ Jahren vor dem Bewertungsstichtag zurückgreifen.

(3) Aus dem späteren Verkauf von 65,9 % der von der Antragsgegnerin gehaltenen Anteile an der Neue BPH Polen aufgrund eines am 17.6.2008 vollzogenen Kaufvertrages vom 3.8.2007 mit der GE Money Bank kann kein Rückschluss auf die Unangemessenheit des Kaufpreises aus dem Vertrag vom 8.8.2006 gezogen werden. Der vereinbarte Kaufpreis an der Neuen BPH Polen von € 538 Mio. würde hochgerechnet auf eine 100 %-ige Basis € 816 Mio. betragen, während der Buchwert des Eigenkapitals der Neuen BPH Polen zum 31.12.2007 nur € 400 Mio. ausmachte. Damit ergibt sich aber ein impliziter Preis-/Buchwert-Multiplikator von etwa 2,0x. Zudem ist die Vergleichbarkeit dieser Kaufpreismultiplikatoren aufgrund der nicht unmittelbar vergleichbaren Bewertungseinheiten, die zum Teil vom Staat gehalten wurden, aufgrund unterschiedlicher Bewertungsstichtage und der damit verbundenen Kapitalmarktverhältnisse nur eingeschränkt belastbar. Eine Unangemessenheit des Kaufpreises aus dem Vertrag vom 8.8.2006 kann daraus jedenfalls nicht abgeleitet werden.

(4) Aus der vom Vorstand der Bank Austria Creditanstalt bei in Auftrag gegebenen Unternehmensbewertung der BPH Polen zum 30.6.2006 lässt sich gleichfalls nicht auf die Unangemessenheit des Kaufpreises von € 3.712 Mio. schließen. Auf Basis der DCF-Methode gemäß Equity-Ansatz ermittelte als Unternehmenswert der

gesamten BPH Polen einen Wert zwischen € 4.816 Mio. und € 5.478 Mio., woraus sich für den 71,03 %-igen Anteil der Bank Austria Creditanstalt eine Bandbreite von € 3.421 Mio. bis € 3.891 Mio. errechnet. Damit aber liegt der vereinbarte Kaufpreis bereits oberhalb des Mittelwertes. Der auf der Basis von Marktmultiplikatoren – Preis-/Buchwert- und Kurs-Gewinn-Multiplikatoren – ermittelte gesamte Unternehmenswert belief sich nach dem Gutachten von auf eine Bandbreite zwischen € 4.423 Mio. und € 4.880 Mio. und liegt damit unterhalb des Wertes der DCF-Bewertung.

(5) Analystenschätzungen der Raiffeisen Centro Bank und der Citigroup führen ebenfalls zu keinem anderen Ergebnis, auch wenn die Analysten der Raiffeisen Centro Bank der Meinung waren, durch den Verkauf an einen Dritten hätte ein höherer Kaufpreis erzielt werden können, weil darin entsprechend einer Analyse des Managements keine strategische Prämie enthalten sei. Andererseits schätzen die Analysten der Raiffeisen Centro Bank den Verkauf der International Moscow Bank an die Bank Austria Creditanstalt zu einem Preis-/Buchwert-Multiplikator von 3,5x trotz hoher Wachstumsperspektiven in Russland als fair ein. Dieser Wert entspricht in etwa auch dem Preis-/Buchwert-Multiplikator beim Verkauf der BPH Polen. Die Aussage im Analysten-Report der Citibank über aktuelle in der Region – allerdings nicht explizit in Polen – beobachtbaren Transaktionsmultiplikatoren mit der Folge einer Realisierung eines Preis-/Buchwert-Multiplikators zwischen 4x bis 5x bei Verkauf an einen fremden Dritten decken sich indes nicht mit den Erkenntnissen der Sachverständigen zu diesen Multiplikatoren. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass in der Aufsichtsratssitzung der Bank Austria Creditanstalt vom 4.8.2006 eine Vorlage präsentiert wurde, in der der Verkaufspreis der BPH Polen bzw. die Barwertermittlung der fixen-/variablen Kaufpreistranchen dargestellt wurden. Daraus ergab sich, dass die künftigen Analystenschätzungen die künftigen Erträge der BPH Polen zu hoch angesetzt hätten. Aufgrund interner Vorgaben der Antragsgegnerin und einem Abkommen zwischen der Antragsgegnerin und der polnischen Bankenaufsicht

darf die BPH Polen als Teil der I ·Gruppe aufgrund von Auflagen im Zusammenhang mit dem geplanten Zusammenschluss der BPH Polen mit der Bank Polska Kasa Opieki S.A. künftig keine Hypothekarkredite mehr in Fremdwährung vergeben. Dieser Umstand war in den Analystenschätzungen nach der Aussagen in der Aufsichtsratsvorlage nicht reflektiert. Zum Zeitpunkt der Beurteilung durch die Analysten hatte der Kapitalmarkt offensichtlich keine Kenntnis in Bezug auf die konkreten Pläne zur Umsetzung des Abkommens zwischen der Antragsgegnerin und der polnischen Bankenaufsicht. Seit April 2006 war lediglich bekannt, dass es zu einer Einigung zwischen der polnischen Bankenaufsicht bzw. dem Finanzministerium Polens einerseits und der Antragsgegnerin andererseits hinsichtlich des individuellen Erwerbs der BPH Polen unter der Zusage der Veräußerung bestimmter Geschäftsbereiche gekommen war. Aus der Unkenntnis des Kapitalmarktes bezüglich bestimmter interner Pläne und strategischer Entscheidungen kann nicht auf eine unzureichende Marktkonformität und damit Unangemessenheit des vereinbarten Kaufpreises geschlossen werden.

Angesichts dessen kann der Bank Austria Creditanstalt kein Anspruch auf Nachteilsausgleich nach den hierzu entwickelten Grundsätzen des österreichischen Konzernrechts (vgl. hierzu Doralt/Diregger in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O. ÖKonzern, Rdn. 47 f und 83) zustehen, weil der vereinbarte Kaufpreis angemessen war.

Die überschüssige Liquidität aus der Übertragung der BPH Polen wurde durch den Ansatz eines Sonderwertes in Höhe des Barwerts des Verkaufserlöses sachgerecht bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigt, indem er zum Ertragswert dieser Bank hinzuaddiert wurde. Zwar wäre es bezüglich der Verwendung der Liquidität bzw. der freien Eigenmittel aus dieser Transaktion denkbar, dass es zu einer Einbehaltung der Liquidität bzw. der Eigenmittel und entsprechender Investitionen durch Ausweitung der risikogewichteten Aktiva kommen könnte. Für eine derartige Vorgehensweise gibt es indes keine Anhaltspunkte. Vielmehr ging die Planung der Bank Austria Creditanstalt von einer

Unterlegung des geplanten Wachstums der risikogewichteten Aktiva mit Thesaurierungsmitteln aus. Würde man also den Verkaufserlös zum Wachstum der risikogewichteten Aktiva heranziehen wollen, wäre die Unterlegung des geplanten Wachstums der risikogewichteten Aktiva durch Thesaurierung nicht erforderlich. Angesichts dessen wurde ein Sonderwert angesetzt, was mit dem Alternativszenario zur Verwendung des Verkaufserlöses in Form der Ausschüttung einer Sonderdividende bzw. eines Aktienrückkaufs vergleichbar wäre. Eine nochmalige Berücksichtigung der überschüssigen Liquidität aus dem Verkauf der BPH Polen wäre also eine unzulässige Doppelerfassung.

Inwieweit dieser Erlös in der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt im Rahmen des Squeeze out zum 3.5.2007 sachgerecht erfasst wurde, ist für die Beurteilung zum hier allein maßgeblichen Stichtag 25.10.2006 ohne Bedeutung.

b. Für insgesamt 16 nicht konsolidierte Beteiligungen und weitere sonstige Beteiligungen kann nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme nicht angenommen werden, diese seien mit € 757 Mio. zu niedrig angesetzt worden. Dabei wurden diese Beteiligungen als Sonderwert dergestalt erfasst, dass sie – mit Ausnahme der BA-CA Betriebsobjekte AG – mit den nach den IFRS-Rechnungslegungsgrundsätzen ermittelten Beteiligungsbuchwerten zum 30.6.2006 in die Unternehmensbewertung einflossen. Da diese Beteiligungsbuchwerte nach den Feststellungen der Sachverständigen im Rahmen der Konzernbilanzierung als Available for Sale-Finanzanlagen klassifiziert worden sind, waren sie mit ihrem Fair Value zu bilanzieren, der regelmäßig den Verkehrswert wieder spiegelt.

(1) Aus den von den Sachverständigen durchgeführten Analysen der Beteiligungen mit einem nach IFRS ermittelten Buchwert von über € 50 Mio. ergaben sich keine Notwendigkeiten zur Korrektur.

(a) Dies gilt zunächst für die UNIVERSALE international Realitäten GmbH (im Folgenden auch: UNIVERSALE GmbH) – eine

Projektentwicklungsgesellschaft im Immobilienbereich, für die ein Wert von € 177 Mio. angesetzt wurde. Diese Gesellschaft übernimmt Hoch- und Tiefbauprojekte und ist in der Verwaltung bebauter und unbebauter Grundstücke tätig, wobei der Fokus auf den Märkten Ungarn, Deutschland, Tschechien, Polen und Kroatien liegt. Zum Bewertungsstichtag war geplant, die universale GmbH in eine operative Gesellschaft und eine Liegenschaftsgesellschaft aufzuspalten, wobei das Liegenschafts-Portfolio, das im Wesentlichen aus unbebauten Grundstücken in der Umgebung von Wien mit einer Fläche von rund 2,2 Mio. m² besteht, an ein Investorenkonsortium veräußert werden soll; der angebotene Preis lag zwischen € 133 Mio. und € 138 Mio. Die bei der Bank Austria Creditanstalt verbleibende operative Gesellschaft beinhaltet das Projektentwicklungsgeschäft für (un-)bebaute Grundstücke, für die ein IFRS-Buchwert von € 70 Mio. angenommen wurde, dem Förderdarlehen über € 30 Mio. gegenüberstanden. Zur Plausibilisierung des Wertansatzes der UNIVERSALE GmbH zogen die Sachverständigen die Marktpreis-/Buchwert-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen heran, wobei sie die conwert Immobilien Invest AG (ab 2006 SE) und die Sparkassen Immobilien AG als vergleichbare börsennotierte Unternehmen identifizierten. Zum Bewertungsstichtag ermittelten die Sachverständigen eine Bandbreite für diese Multiplikatoren von 1,15x bis 1,19x. Unter Heranziehung des Mittelwertes von 1,17x ergäbe sich daraus ein Marktwert des Eigenkapitals der UNIVERSALE GmbH von € 129 Mio., der deutlich unter dem für die Bewertung relevanten Betrag von € 177 Mio. liegt.

(b) Der angesetzte Wert für die AWT International Trade AG (im Folgenden auch: AWT AG) von € 161 Mio. muss nicht korrigiert werden. Nach der ursprünglich durchgeführten Abwicklung von Barter-Geschäften mit den Ostblockstaaten stellten Distributionsgeschäfte in den Balkan-Staaten die letzte operative Geschäftstätigkeit der AWT AG dar, die aber im Jahr 2005 verkauft wurde.

Die verbleibende Mantelgesellschaft verfügte zum 31.12.2005 über Eigenmittel in Höhe von € 12 Mio., wovon etwa € 11 Mio. auf Bankguthaben entfielen; darüber hinaus bestanden Forderungen gegenüber den Ländern Serbien und Mazedonien. Zur Nutzung bestehender steuerlicher Verlustvorträge erfolgte im April 2006 ein Eigenmittelzuschuss der Bank Austria Creditanstalt in Höhe von € 150 Mio., wodurch sich der IFRS-Buchwert zum 30.11.2006 auf € 161 Mio. erhöhte. Aus Sicht der Bank Austria Creditanstalt stellt dieser Eigenmittelzuschuss eine Erhöhung an unverzinslichen Aktiva dar, der in der Planungsrechnung nach den Erkenntnissen der Sachverständigen berücksichtigt wurde. Demgemäß spiegelt sich der Eigenmittelzuschuss implizit im Zinsergebnis in Form eines geringeren Eigenmittelbeitrages wider. Bei einer kalkulatorischen Eigenmittelverzinsung von 3,4 % würde sich der Eigenmittelbeitrag um € 3 Mio. in 2006 und € 5 Mio. p.a. ab dem Jahr 2007 verringern. Eine Bereinigung würde den Ertragswert der Bank Austria Creditanstalt um € 46 Mio. verringern, wie die Sachverständigen im Hauptgutachten dargestellt haben.

(c) Die GANYMED Immobilienvermietungsgesellschaft mbH und die HYPERION Immobilienvermietungsgesellschaft mbH mit hauptsächlich an Banken vermietete Immobilien im Portfolio wurden mit € 55 Mio. und € 53 Mio. sachgerecht bewertet. Die von beiden Gesellschaften gehaltenen Immobilien sind hauptsächlich betriebsnotwendig, weil sie von der Bank Austria Creditanstalt für ihren originären Geschäftsbetrieb genutzt werden. Demgemäß enthalten deren Verwaltungsaufwendungen die Mietaufwendungen für die von den beiden Gesellschaften angemieteten und für bankbetriebliche Zwecke genutzten Grundstücke, nachdem beide Immobiliengesellschaften nicht im Konsolidierungskreis der Bank Austria Creditanstalt enthalten sind. Zwar wäre es grundsätzlich denkbar, etwaige stille Reserven durch eine Veräußerung der Immobilien bzw. der Immobiliengesellschaften an

eine dritte, nicht konzernzugehörige Gesellschaft zu heben. Allerdings müsste die Bank Austria Creditanstalt die Immobilie vom Erwerber zur weiteren Nutzung zurückmieten. Da in diesem Fall einer Realisierung stiller Reserven tendenziell höhere Mietzahlungen anfallen würden, muss für diesen Fall von einer weitgehenden Kompensation des Effektes des Hebens stiller Reserven ausgegangen werden, weil die Portfolios beider Immobiliengesellschaften hauptsächlich an die Bank Austria Creditanstalt vermietet waren.

(d) Kein Korrekturbedarf kann beim Ansatz für die Bewertung der CA Immobilien Anlagen Aktiengesellschaft bejaht werden – einer börsennotierten Immobiliengesellschaft mit 63 gewerblich genutzten Liegenschaften in Österreich und Mittel-/Osteuropa. An dieser Gesellschaft hielt die Bank Austria Creditanstalt 621.000 Aktien; der Kurs zum 25.10.2006 lag bei € 18,41. – Der so ermittelte Wertansatz von € 11 Mio. liegt unter dem Wert von € 13 Mio., der der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt wurde.

(e) Für die BA-CA Betriebsobjekte AG lag der Buchwert nach IFRS zum 30.6.2006 zwar bei € 103 Mio. Doch konnte dieser Wert angesichts einer im dritten Quartal durchgeführten Umwandlung in eine GmbH und einer damit verbundenen Kapitalherabsetzung in Höhe von € 87 Mio. auf € 16 Mio. angepasst werden. Bei der Bank Austria Creditanstalt wurde der Effekt aus der Kapitalherabsetzung nach den den Sachverständigen gegebenen Informationen in Form höherer Zinsüberschüsse berücksichtigt. Dadurch wurde im Zinsüberschuss der Bank Austria Creditanstalt eine Re-Investition in zinstragendes Aktivgeschäft fingiert, das sich dann entsprechend verzinsen wird. Aus vergleichbaren Preis-/Buchwert-Multiplikatoren würde sich ein Marktwert des Eigenkapitals von € 19 Mio. nach Kapitalherabsetzung ergeben, der also um etwa € 3 Mio. über dem IFRS-Buchwert läge.

Da die Verzinsung nicht dokumentiert wurde, leiteten die Sachverständigen einen möglichen Werteffekt indikativ ab. Bei einer kalkulatorischen Eigenmittelverzinsung von 3,4 % würde dies zu einer um € 2 Mio. höheren Eigenmittelverzinsung für den Zeitraum von Mai bis Dezember 2006 und von € 3 Mio. ab dem Jahr 2007 führen, woraus sich ein positiver Wertbeitrag in Höhe von € 26 Mio. ergäbe, falls eine Berücksichtigung im Zinsergebnis unterblieben sein sollte. Andererseits müsste im Falle einer fehlenden Berücksichtigung bei der AWT AG ein wertmindernder Effekt von € 46 Mio. ebenfalls berücksichtigt werden. Angesichts dessen kann die Berücksichtigung dieser Effekte nicht zu einem Ergebnis führen, dass einen Nachteilsausgleich begründen könnte.

(2) Für die nicht konsolidierten Beteiligungen mit einem Buchwert von unter € 50 Mio. – ausgenommen die CA Immobilien Anlagen Aktiengesellschaft – konnten die Sachverständigen den IFRS-Buchwert unverändert ansetzen.

Soweit der Antragsteller zu 210) im Termin vom 11.11.2021 nach der Art und Weise der Bewertung der einzelnen Beteiligungen der Bank Austria Creditanstalt fragte, war dem nicht nachzugehen. Zum einen haben die Sachverständigen bereits in ihrem Gutachten die Art und Weise der Bewertung erläutert, indem auf den IFRS-Buchwert verwiesen wurde. Bereits dadurch ist hinreichend sichergestellt, dass Marktwerte in die Bewertung eingeflossen sind. Zum anderen hat der Antragsteller zu 210) insofern auch keine hinreichend konkrete Bewertungsrüge erhoben, warum diese Ansätze mit einem Wert von insgesamt € 95 Mio. nicht sachgerecht sein sollten. Weiterhin war der Antrag zurückzuweisen, weil die Berücksichtigung dieses Vortrages zu einer Verzögerung des Verfahrens führen würde. Dies würde eine weitere Beweisaufnahme notwendig machen, die deutlich über dem bisherigen Umfang zur Bewertung der Beteiligungen hinausgehen und daher präkludiert ist. Jeder Beteiligte hat gem. § 9 Abs. 1 SpruchG in der mündlichen Verhandlung und bei deren schriftlicher Vorbereitung

seine Anträge sowie sein weiteres Vorbringen so zeitig vorzubringen, wie es nach der Verfahrenslage einer sorgfältigen und auf Förderung des Verfahrens bedachten Verfahrensführung entspricht. Vorbringen, dass entgegen § 9 Abs. 1 SpruchG nicht rechtzeitig erfolgt, kann aufgrund von § 10 Abs. 2 SpruchG zurückgewiesen werden, wenn die Zulassung nach der freien Überzeugung des Gerichts eine Erledigung des Verfahrens verzögern würde und die Verspätung nicht entschuldigt wird. Die Voraussetzungen für eine Präklusion müssen vorliegend bejaht werden. Von § 9 Abs. 1 SpruchG ist gerade auch eine Stellungnahme zu einem gerichtlichen Sachverständigengutachten erfasst, nachdem vom Anwendungsbereich dieser Vorschrift auch Verfahrensanträge umfasst sind (vgl. Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 9 Rdn. 3; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 2; Theusinger/Götz in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 306, § 9 SpruchG Rdn. 2; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 9 SpruchG Rdn. 3; in diese Richtung auch OLG München NZG 2022, 362, 369). Die Einschätzung der gerichtlich bestellten Sachverständigen zur Angemessenheit des Ansatzes für die sonstigen Beteiligungen war den Verfahrensbeteiligten und damit auch dem Antragsteller zu 210) jedenfalls mit Zustellung des Sachverständigengutachtens vom 2.10.2017 bekannt. Den Ansatz dieses Wertes kannte der Antragsteller zu 210) bereits mit der Zustellung der Antragserwiderung, der als Anlage AG 27 die Bewertung der Bank Austria Creditanstalt durch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft beigefügt war. Der Antrag auf Aufschlüsselung dieser Beteiligungen wurde erstmals im Termin vom 10.11./11.11.2021 gestellt. Zu dem Hauptgutachten hatte der Antragsteller zu 210) keine Stellungnahme abgegeben. Bei einer sorgfältigen auf Verfahrensförderung bedachten Verfahrensführung hätte bereits innerhalb der Frist Stellung genommen werden müssen, die den Verfahrensbeteiligten vom Vorsitzenden mit der Zustellung des Hauptgutachtens gesetzt worden war, also bis zum 16.3.2018. Angesichts dessen war es dem Antragsteller zu 210) zumutbar, diesen Antrag bereits innerhalb der gesetzten Frist zu stellen, nicht aber erst in der mündlichen Verhandlung vom 11.11.2021, also

mehr als drei Jahre später. Daher war dieser Antrag auch aufgrund von § 10 Abs. 2 SpruchG zurückzuweisen. Seine Berücksichtigung würde zu einer deutlichen Verfahrensverzögerung führen. Es gilt nämlich der absolute Verzögerungsbegriff. Danach liegt eine Verzögerung vor, wenn die Zulassung des nach Fristablauf eingegangenen Vorbringens zu irgendeiner zeitlichen Verschiebung des Verfahrensablaufs zwingt (so die h.M.; vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5 HK O 19183/09; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 9 Rdn. 9; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 10 Rdn. 10; Koch, AktG, a.a.O., § 10 SpruchG Rdn. 4; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 10 Rdn. 4; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/ Lutter, AktG, a.a.O., § 10 Rdn. 3). Würde man dem Antrag nachkommen, müsste anstelle einer Endentscheidung eine nochmalige Befassung der Sachverständigen mit diesem Vortrag erfolgen, von dem auch nicht ausgegangen werden kann, er könne als unstreitig zugrunde gelegt werden, nachdem die Antragsgegnerin die Tatsache einer zu niedrigen Bewertung dieser Beteiligungen stets bestritten hat.

Dem Antrag konnte auch deshalb nicht gefolgt werden, weil es sich bei ihm um einen Beweisermittlungsantrag und nicht um einen Beweisantrag handelt. Die Amtsermittlungspflicht aus § 26 FamFG, die über § 17 Abs. 1 SpruchG auch im Spruchverfahren gilt, geht nicht so weit, dass das Gericht quasi ins Blaue hinein Ermittlungen anzustellen hätte. Vielmehr haben die Verfahrensbeteiligten an der Aufklärung des Sachverhalts durch eingehende Darstellung der für die Entscheidung maßgeblichen Umstände und Benennung geeigneter Beweismittel mitzuwirken. Erst dann greift die Pflicht zur Amtsermittlung, soweit der Vortrag oder der Sachverhalt als solcher und die Tatbestandsmerkmale bei sorgfältiger Überlegung dazu Anlass geben (vgl. OLG Brandenburg NJW-RR 2001, 176, 178; OLG Hamm FGPrax 2004, 49, 59; Sternal in: Keidel FamFG, 20. Aufl., § 26 Rdn. 17; Feskorn in: Zöller, ZPO, 34. Aufl., § 26 FamFG Rdn. 20). Dem Antragsteller zu 210) war aus dem Hauptgutachten bekannt, wie die Sachverständigen die Angemessenheit des Wertes der nicht konsolidierten Beteiligungen ermittelten. Dann aber hätte er durchaus darlegen können und müssen,

warum dieser Ansatz unzutreffend sein soll. Aus dem Jahresabschluss einer Gesellschaft ergibt sich, welche nicht konsolidierten Beteiligungen von dem bilanzierenden Unternehmen gehalten werden. Dann aber wäre es dem Antragsteller zu 210) zumutbar gewesen, vorzutragen, warum der Ansatz bei der Bewertung zu niedrig sein soll.

(3) Zur Überprüfung und Plausibilisierung des angesetzten Wertes der nicht konsolidierten Beteiligungen auf Basis der IFRS-Buchwerte ermittelten die Sachverständigen den Barwert der in der originären Planung der Bank Austria Creditanstalt enthaltenen geplanten Dividenden dieser Beteiligungen, soweit diese tatsächlich geplant waren. Zur Ermittlung eine maximalen Werteffekts trafen sie optimistische Bewertungsannahmen. Dabei legten sie die geplanten Dividenden der Jahre 2006 bis 2008 zugrunde und setzten ab den Jahren 2009 ff. die jeweils absolut betrachtet höchste Ausschüttung pro Beteiligung an. Diese Dividendenzahlungen wurden sodann auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Unter Ansatz von Kapitalkosten in Höhe von 9,12 % in Phase I und 8,05 % ab dem Eintritt in die Ewige Rente errechnet sich ein Barwert der Dividenden in Höhe von € 226 Mio., wobei Folgeeffekte auf die Planung der Kapitalausstattung und des erforderlichen Kapitalunterlegungsbedarfs aus Wesentlichkeitsgründen unberücksichtigt bleiben konnten. Vereinfachend wurden die Dividendenerträge auf der Ebene der Bank Austria Creditanstalt als vollständig ertragsteuerfrei betrachtet. Soweit aus Beteiligungen keine Dividenden geplant wurden, legten die Sachverständigen den IFRS-Buchwert zugrunde. Daraus resultierte ein Wert der nicht konsolidierten Beteiligungen von € 414 Mio., der deutlich unter dem angesetzten Wert liegt. Daher muss auch keine Alternativberechnung mit den tatsächlich angesetzten, um 0,5 Prozentpunkten niedrigeren Eigenkapitalkosten erfolgen, weil dadurch der Wert von € 757 Mio. bzw. € 758 Mio. nach Anpassungen durch die Bank Austria Creditanstalt ohne jeden Zweifel weiterhin deutlich unterschritten würde.

c. Ein gesonderter Wertansatz der Genussrechte an der B & C Holding GmbH und der Immobilien Holding GmbH – den sogenannten Stiftungen – konnte aus Rechtsgründen nicht erfolgen. Die Bank Austria Creditanstalt hatte in den Jahren 1999 und 2000 ihre Immobilien- bzw. Industriebeteiligungen in diese beiden Privatstiftungen durch Sacheinlage ausgelagert, wobei die B & C Privatstiftung und die Immobilien Privatstiftung jeweils 100 % der Anteile an den beiden in den Rechtsform einer GmbH geführten Holdinggesellschaften hielten, die wiederum die Industrie- bzw. Immobilienbeteiligungen hielten. Das Genussrecht aus der B & C Holding GmbH verbrieft der Bank Austria Creditanstalt 95 % des Jahresüberschusses, des Vermögens und des Liquidationserlöses, während das Genussrecht an der Immobilienholding GmbH der Bank Austria Creditanstalt 95 % des modifizierten jeweiligen jährlichen Konzern-Cashflows, des Vermögens und der Liquidationserlöse verbrieft. Der Wertbeitrag der Genussrechte resultiert aus den erwarteten künftigen Ausschüttungen dieser Rechte und kann – worauf auch die Sachverständigen hingewiesen haben – durchaus als Bestandteil des laufenden Geschäfts im Ertragswert abgebildet werden, wie dies vorliegend geschehen ist. Im nachhaltigen Ergebnis resultierte daraus ein nachhaltiger Überschuss aus den Genussrechten in Höhe von € 108 Mio., in der Detailplanungsphase summieren sich die Ausschüttungen auf € 51 Mio., € 48 Mio. und € 54 Mio.. In der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt ist dadurch aus den Beteiligungen aus diesen beiden Holdinggesellschaften ein absoluter Betrag von rund € 1.098 Mio. enthalten.

Dieser Ansatz bedarf keiner systematischen Korrektur. Zum einen ist es entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II. 3. eine unternehmerische Entscheidung, ob bestimmte Wertansätze zum betriebsnotwendigen oder nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören, wobei sich der Vorstand der Bank Austria Creditanstalt durch seine Planung für den erstgenannten Ansatz entschied. Zum anderen muss nach Auffassung der Kammer gesehen werden, dass die Systematik der Genussrechte der Einordnung als Sonderwert entgegensteht. Ein Sonderwert muss jederzeit veräußert werden können und der Veräußerungserlös dem Veräußerer zufließen. Davon kann aber weder bei der B & C Privatstiftung noch bei der Immobilien Privatstiftung ausgegangen werden. Die Bank Austria Creditanstalt hat als

Genussrechtsinhaberin nicht das Recht zur Veräußerung von Vermögenswerten durch die Emittentin; daher können auf diese Art und Weise auch keine außerordentlichen Erträge erzielt werden, weshalb dies rechtlich einer Einstufung als Sonderwert entgegensteht. Dies ist das Ergebnis einer Auslegung der Stiftungsurkunde wie auch der Genussrechtsbedingungen. Zwar ist die Bank Austria Creditanstalt Stifterin der B & C-Privatstiftung, hat aber als solche aufgrund von § 35 Abs. 3 österreichisches PSG lediglich das Recht, beim zuständigen Gericht eine Auflösung der Stiftung zu beantragen, wenn der Stiftungsvorstand trotz Vorliegens eines gesetzlichen Auflösungsgrundes aus § 35 Abs. 2 österreichisches PSG die Auflösung nicht beschlossen hat. Ist dies nicht der Fall, kann die Privatstiftung nicht aufgelöst und folglich auch nicht veräußert werden. Als Stifterin kann die Bank Austria Creditanstalt dem Stiftungsvorstand keine Weisungen erteilen, weil dies dem Willen des österreichischen Gesetzgebers zuwiderlaufen würde. Der Stiftungsvorstand darf in seiner Geschäftsführung nicht lahmgelegt werden (vgl. Österreichischer OGH, Spruch vom 13.3.2008, Az. 6 Ob 50/07). Eine Auflösung ist vorliegend nicht denkbar. Ein Widerruf durch den Stifter ist in der Stiftungsurkunde in Ziffer XV. ausdrücklich ausgeschlossen. Für das Erreichen des Stiftungszwecks, der nach Ziffer IV Abs. 1 der Stiftungsurkunde in der sorgefältigen Verwaltung des Vermögens, der Sicherung des wirtschaftlichen Fortbestandes und des Wachstums jener Unternehmen liegt, an denen die Privatstiftung unmittelbar und mittelbar Beteiligungen hält oder erwirbt, sowie in der Förderung des österreichischen Unternehmertums liegt, gibt es ebenso wenig Anhaltspunkte wie dafür, dass der Stiftungszweck nicht mehr erreicht werden könnte. Deshalb kann auch § 35 Abs. 2 Nr. 1 österreichisches PSG nicht einschlägig sein. Die Befristung von 100 Jahren gem. § 35 Abs. 2 Nr. 3 österreichisches PSG ist ebenso wenig erfüllt, wie es andere in der Stiftungsurkunde vorgesehene Gründe gibt. Dann aber muss die Stiftung fortgeführt werden, so dass die Unmöglichkeit einer Veräußerung dem Ansatz eines Sonderwertes entgegensteht. Zudem sind Begünstigte die Aktionäre und Partizipationsscheininhaber der Bank Austria AG nach Maßgabe ihrer Aktienbeteiligungen und Partizipationsscheine an der Bank Austria AG, nicht aber die Bank Austria bzw. nach dem Zusammenschluss mit der Creditanstalt die Bank Austria Creditanstalt

selbst. Dann aber könnte ein Anspruch aus einer Veräußerung der Anteile nicht der Bank Austria Creditanstalt unmittelbar zustehen. Folglich können Zahlungsströme aus den Genussrechten nicht aus der Veräußerung der Beteiligung, sondern nur aus den von den Beteiligungsunternehmen an die Holdinggesellschaft ausgeschütteten Dividenden generiert werden.

Nichts anderes gilt für die Immobilien Holding GmbH, die in ihrer Struktur sehr ähnlich ist. Auch bei ihr ist ein Widerruf durch Ziffer XV. Abs. 1 der Stiftungsurkunde (Anlage AG 105) ausgeschlossen. Dann aber ist eine Veräußerung zum Bewertungsstichtag nicht möglich, weshalb hieraus kein Erlös angesetzt werden kann.

Angesichts dieser Beurteilung müssen folglich keine Anpassungen bei der Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse in der Detailplanungsphase vorgenommen werden. Dieser Einstufung als betriebsnotwendiges Vermögen kann namentlich nicht entgegengehalten werden, der über den Net Asset Value ermittelte Wert liege über dem in dem Ertragswert eingeflossenen Wert. Die Ermittlung der Zinsüberschüsse im Rahmen des Segments Corporate Center stellt sich als anerkannte Methode dar. Eine Meistbegünstigung in dem Sinne, dass stets der für die Minderheitsaktionäre günstigste Ansatz zu wählen wäre, kann entsprechend den obigen Ausführungen nicht angenommen werden.

e. Aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme hat die Kammer keinen Grund zu der Annahme, bei der Bewertung sei nicht betriebsnotwendiges Vermögen der Bank Austria Creditanstalt im Wert von mindestens € 200 Mio. übergangen worden.

(1) Die Immobilie „Vordere Zollamtsstraße 13, Wien“ mit dem Verwaltungsgebäude der Bank Austria Creditanstalt zählt zum betriebsnotwendigen Vermögen der Bank Austria Creditanstalt und wurde demgemäß auch im Sachanlagevermögen bilanziert. Das im Eigentum der Bank Austria Creditanstalt stehende Grundstück führt im Ergebnis bei sonst unveränderten Annahmen zu einer höheren Nettoausschüttung, weil anderenfalls zusätzlich Mietaufwendungen entsprechend zu

berücksichtigen gewesen wären. Aus dem Verkaufszeitpunkt am 30.9.2008 knapp zwei Jahre nach dem Bewertungsstichtag kann keine Schlussfolgerung der Gestalt gezogen werden, diese Immobilie wäre schon zum 25.10.2006 zur Veräußerung bestimmt gewesen. Für eine derartige Annahme fanden I
I keinerlei Anhaltspunkte.

(2) Die Immobilie „Am Tor 2" in Wien wurde in der Beteiligungsgesellschaft GANYMED Immobilienvermietungsgesellschaft mbH bilanziert. Damit aber floss deren Wert mittelbar bei den Sonderwerten in die Unternehmensbewertung ein, weshalb auch der Wert dieses Grundstücks im Unternehmenswert der Bank Austria Creditanstalt hinreichend und angemessen berücksichtigt wurde.

4. Der Ansatz einer Kontrollprämie beim Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung bei einem auf Basis des Ertragswertes ermittelten Kaufpreis ist zwar üblich, wurde aber vorliegend hinreichend berücksichtigt, wie sich aus den Erwägungen der Sachverständigen hierzu ergibt.

a. Die Kontrollprämie reflektiert in derartigen Transaktionssituationen je nach Beteiligungshöhe die unterschiedlichen Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik des Zielunternehmens. Sie stellt sich als der reale Anteil dar, um den der quotale Wert eines Unternehmensanteils unter Kontrolle den quotalen Wert eines Unternehmensanteils ohne Kontrolle übersteigt. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass der Wert eines Unternehmens in Abhängigkeit vom Beteiligungsumfang am Gesamtunternehmen aufgrund unterschiedlicher Kontrollmöglichkeiten eine Disproportionalität aufweisen kann. Der Mehrwert aus unternehmerischen Kontrollrechten – wie beispielsweise Einfluss auf Bestellung/Abberufung des Managements, Bestimmung des Aufsichtsrates, Änderung des Gesellschaftsvertrages oder der Unternehmensstrategie, der Bestimmung der Ausschüttungspolitik oder Maßnahmen zur Veränderung der Kapitalstruktur – stellt die Grundlage für die Bereitschaft dar, eine entsprechende Prämie zu bezahlen. Der

frei handelbare Minderheitswert repräsentiert demgegenüber den Wert eines am Kapitalmarkt breit gehandelten und gestreuten Anteilspapiers.

Die in diesem Zusammenhang zu beurteilende Kontrollprämie unterteilt sich in eine finanzielle und eine strategische Zahlung. Addiert man den finanziellen Kontrollzuschlag, ergibt sich der finanzielle Kontrollwert, der den Wert von Mehrheitsanteilen vor dem strategischen Zuschlag repräsentiert, in dem sich dann finanzielle Synergien widerspiegeln. Nach diesem zusätzlichen Ansatz des strategischen Zuschlags ergibt sich der strategische Kontrollwert, der sich in Transaktionen von Mehrheitsanteilen widerspiegelt. Die Differenz aus dem nicht marktgängigen Minderheitswert, der sich in Transaktionsmultiplikatoren von Minderheitsanteilen widerspiegelt, und dem strategischen Kontrollwert wird als Übernahmeprämie bezeichnet.

Allerdings wird eine Kontrollprämie regelmäßig nur dann gezahlt, wenn ein Grenzpreis höher liegt als der des Verkäufers und somit spezifische Synergien im Rahmen der Transaktion vorliegen. Sofern ein Unternehmen aber im Anschluss an eine erfolgreiche öffentliche Übernahme bereits in einen Konzernverbund integriert wurde und im weiteren Verlauf lediglich eine konzerninterne Transaktion durchgeführt wird, werden Kontrollprämien regelmäßig nicht zu erwarten sein, weil der Erwerber bereits im Rahmen der vorangegangenen öffentlichen Übernahme zur Zahlung einer hinreichenden Kontrollprämie bereit war. Weitere zusätzliche Synergien sind dann aber nicht mehr zu erwarten.

b. Von einer solchen Situation muss vorliegend allerdings ausgegangen werden, nachdem die Antragsgegnerin sich im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots mit 17,45 % am Grundkapital der Bank Austria Creditanstalt und sich zeitgleich im Rahmen eines parallelen Übernahmeangebots mit 93,93 % am Grundkapital der HypoVereinsbank beteiligte. Somit erlangte die Antragsgegnerin bereits Ende 2005 mittelbar die Kontrolle über die Bank Austria Creditanstalt.

Die der Bewertung zugrunde liegende originäre Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt enthielt auch Synergien und Restrukturierungsaufwendungen aus der im Jahr 2005 vollzogenen Übernahme der

HypoVereinsbank durch die Antragsgegnerin, wie die Sachverständigen in ihren Gutachten überzeugend dargestellt haben. In den Jahren 2006, 2007 und 2008 ergaben sich entsprechend der Planungsrechnung Netto-Synergien von insgesamt € 12 Mio., € 32 Mio. und € 141 Mio. in Form von vor allem Ertragssynergien im Retail-Bereich sowie IT-Effizienzsteigerungen. Die Analyse der Sachverständigen, die dabei den zwischenzeitlichen Verkauf der Splitska banka durch Bereinigung des Betriebsergebnisses dieser Bank für acht Monate im Jahr 2006 berücksichtigten, zeigt die deutliche Steigerung des geplanten Betriebsergebnisses, das sich zwischen den beiden Planungsständen von € 113 Mio. im Jahr 2006, € 276 Mio. im Jahr 2007 und € 418 Mio. im Jahr 2008 erhöhte. Die Gegenüberstellung dieser Planungsrechnungen zeigt bereits, dass die der Bewertung der HypoVereinsbank zugrunde gelegte Planungsrechnung durch die Mehrheitsbeteiligung bzw. Kontrolle der HypoVereinsbank durch die Antragsgegnerin geprägt ist und die Netto-Synergien als positive Konzernverbundeffekte mit der HypoVereinsbank in der Planungsrechnung der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigt wurden.

Auf Basis des Drei-Monats-Durchschnittskurses der Aktie der Bank Austria Creditanstalt zum 30.8.2006 in Höhe von € 97,43 je Aktie und dem Kaufpreis für die Bank Austria Creditanstalt in Höhe von € 12,5 Mrd., bzw. € 109,81 je Aktie der Bank Austria Creditanstalt ermittelt sich eine Kontrollprämie in Höhe von € 12,38 oder 12,7 %. Bei weiter zurückliegenden Zeitpunkten auf Basis des Börsenkurses von drei Wochen, zwei Wochen und einer Woche sowie einem Monat vor der Bekanntgabe ergaben sich Börsenkurse zwischen € 102,00 und € 102,95 oder eine Kontrollprämie in einer Bandbreite zwischen 6,7 % und 7,7 %. Vergleicht man den Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Ankündigung, ergibt sich ein Wert von € 98,05, was einer Differenz von € 11,76 oder 12,0 % entspricht. Ab dem 26.8.2005 lag bereits ein Übernahmeangebot der Antragsgegnerin für die Bank Austria Creditanstalt vor, das am 12.6.2005 bekannt gegeben worden war und bei einem Umtauschverhältnis von 19,92 neuen Stammaktien der Antragsgegnerin für je eine Aktie der Bank Austria Creditanstalt oder alternativ ein Barangebot von € 79,60 je Aktie vorsah. Daraus resultiert eine Kontrollprämie von 4,9 % bezogen auf den volumengewichteten

Durchschnittskurs der Bank Austria Creditanstalt von € 75,92 vor Bekanntgabe der Absicht zur Angebotsabgabe am 12.6.2005. Bezogen auf den Durchschnittskurs der letzten sechs Monate von € 72,38 je Aktie beläuft sich die Kontrollprämie auf 10,0 %. Da in der Planungsrechnung Synergien aus der Kontrollübernahme in Form von Konzernverbundeffekten einflossen, wurden sie explizit bei der Ertragswertermittlung berücksichtigt. Da die Ableitung der Ewigen Rente auf der Basis des letzten Planjahres erfolgte, sind sie auch hinreichend im Terminal Value berücksichtigt, was in gleicher Weise für das Osteuropa-Geschäft gilt.

Somit hat die Antragsgegnerin im Rahmen der öffentlichen Übernahme eine Prämie auf den Börsenkurs zwischen 4,9 % und 10 % je nach Referenzbörsenkurs bezahlt und hierdurch zusammen mit dem Mehrheitserwerb an der HypoVereinsbank die mittelbare Kontrolle an der Bank Austria Creditanstalt erhalten. Im Rahmen des konzerninternen Kaufs der Bank Austria Creditanstalt Ende 2006 zahlte die Antragsgegnerin erneut eine Kontrollprämie zwischen 6,7 % bis 12 %. Auf Basis eines dreimonatigen Durchschnittskurses ergibt sich eine kumulierte Kontrollprämie für die Übernahme der Bank Austria Creditanstalt durch die Antragsgegnerin in Höhe von addiert 16,9 %.

Dieses Ergebnis glichen und mit den Erkenntnissen aus einer Reihe von Studien ab, die für Transaktionen zwischen 1986 und 2007 ausgewertet wurden und bei denen Kontrollprämien zwischen 9,95 % und 26,62 % gezahlt wurden. Die von der Antragsgegnerin gezahlte kumulierte Kontrollprämie von 16,9 % bei einem dreimonatigen Durchschnittskurs liegt zwar leicht unterhalb der im Zeitraum zwischen dem 1.1.2004 und dem 25.10.2006 gezahlten Kontrollprämien mit einer Bandbreite von 18,5 % bis 22,9 % bei einem Median von 18,5 %. Allerdings muss gesehen werden, dass es sich bei dem am 12.9.2006 angekündigten Kauf der Bank Austria Creditanstalt durch die Antragsgegnerin bereits um eine konzerninterne Transaktion handelte, weil die Antragsgegnerin bereits zuvor die mittelbare Kontrolle über die Bank Austria Creditanstalt erlangt hatte. Deshalb muss der Ansatz einer zusätzlichen Kontrollprämie als nicht erforderlich angesehen werden. Aus der Auswahl der zum Vergleich

herangezogenen Banken kann nicht geschlussfolgert werden, die Kontrollprämie müsse bei der hier maßgeblichen Transaktion höher sein, weil die Mehrzahl der herangezogenen Transaktionen nicht osteuropäische Banken betroffen hätte, bei denen höhere Kontrollprämien gezahlt würden. Die Sachverständigen analysierten die implizite Übernahmeprämie auf der Grundlage einer möglichst breiten Datenbasis für Mehrheitstransaktionen aus dem bereits genannten Zeitraum zwischen dem 1.1.2004 und dem 25.10.2006. Bei ihrer Analyse zur Güte des historischen operativen Geschäftsrisikos als Schätzer der künftig erwarteten operativen Geschäftsrisikos der Bank Austria Creditanstalt ermittelten sie die historische und die künftige Relation des Konzernergebnisses vor Steuern bei der Bank Austria Creditanstalt, wobei sie zwischen den Konzernergebnisbeiträgen des Segments CEE sowie der Konzernergebnisbeiträge der übrigen Regionen und Segmente unterschieden. Dabei ermittelten sie einen nachhaltig geplanten Ergebnisanteil des Osteuropa-Geschäfts am Konzern-EBT von rund 21,7 % im Vergleich zum historischen Durchschnitt von 34,2 %. Demgemäß erwirtschaftet die Bank Austria Creditanstalt den deutlich größeren Anteil ihres Konzernergebnisses vor Steuern außerhalb von Osteuropa mit deutlich rückläufigen Werten im Vergleich zum Zeitraum der Vergangenheitsanalyse. Daher konnte der Fokus bei der Auswahl der Transaktionen durchaus auf den westeuropäischen Finanzdienstleistungssektor gelegt werden.

5. Aus dem von den Wirtschaftsprüfern von zum Squeeze out bei der Bank Austria Creditanstalt zum 3.5.2007 erstellten Gutachten, das einen Unternehmenswert von € 26,144 Mrd. bzw. von € 129,40 je Aktie ermittelte, kann kein Rückschluss auf einen zu niedrig angesetzten Unternehmenswert zum Stichtag 25.10.2006 gezogen werden.

   a. Zum einen ist zu berücksichtigen, dass auftragsgemäß Restrukturierungsüberlegungen der Antragsgegnerin in Form geplanter Synergien berücksichtigte, wohingegen die Bewertung von den Unternehmenswert im Rahmen eines Squeeze out in Anwendung der Vorgaben des österreichischen Rechts ermittelten und dabei im Gegensatz zu den einschlägigen Bewertungsstandard Fachgutachten für

Unternehmensbewertung KFS B1 der Kammer der Wirtschaftstreuhänder in der Fassung vom 23.1.2007 (im Folgenden auch: KFS B1) anwandte. Im Gegensatz zum IDW S1 unterbleibt beim KFS BW1 die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern auf Anteilseignerseite. Weiterhin erfolgt die Bewertung zum Squeeze out aus der Sicht der in Österreich ansässigen Bank Austria Creditanstalt bzw. deren österreichischer Minderheitsaktionäre, weshalb bei der Bank Austria Creditanstalt die Besteuerung der Dividenden nach der deutschen Regelung des § 8 b KStG entfiel.

Bei den Kapitalkosten verwandte I eine Vorsteuer-Marktrisikoprämie von 5 % zuzüglich einer Länderrisikoprämie von 1,25 %. Aufgrund einer unterschiedlichen Zusammensetzung der Peer Group ermittelte die I einen Beta-Faktor von 1,02. Da I die Kapitalkosten vor persönlichen Steuern ermittelte, sind die Ansätze der beiden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften I und I konzeptionell nicht miteinander vergleichbar.

Auch darf nicht übersehen werden, dass die Bewertungen zu unterschiedlichen Stichtagen erfolgten. Die Anpassung der Bewertungsstichtage wirkt sich auch auf die Höhe der Sonderwerte aus, weil die BPH Polen ab dem 1.1.2007 nicht mehr in der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt zum 25.10.2006 berücksichtigt wurde. Vor allem aber erfolgte im Frühjahr 2007 eine Dividendenzahlung in Höhe von € 588 Mio., wobei der zum Mai 2007 ermittelte Unternehmenswert der Bank Austria Creditanstalt um diese freie Liquidität der Dividendenzahlung reduziert wurde. Ebenso muss der mit 1,8 % höhere Wachstumsabschlag für die Bewertung zum Stichtag des Squeeze-out berücksichtigt werden, wodurch sich einerseits die nachhaltigen Ergebnisbeiträge im Terminal Value auf € 1.536 Mio. erhöhten, andererseits aber gegenläufig der Beitrag der nachhaltigen Thesaurierung von € 65 Mio. auf € 160 Mio. erhöht werden musste. Daher steigt insoweit der Ertragswert angesichts der nachhaltigen Wachstumsrate um € 480 Mio. auf € 12.260 Mio. an.

b. Wesentliche Unterschiede sind auch bei den Sonderwerten zu beachten. Bei flossen die Genussrechte aus der B & C Holding GmbH wie auch der Immobilien Holding GmbH als Sonderwert ein, wobei stille

Reserven der B & C Holding GmbH auf Grundlage eines Beteiligungsbuchwertes in Höhe von € 560 Mio. mit einem Steuersatz von 20 % zu versteuern waren.

Bei den nicht konsoledierten Beteiligungen ging ; von den IFRS-Buchwerten zum 31.12.2006 aus, aus denen sich ein Wertbeitrag von € 551 Mio. errechnete. Die Wertdifferenz zum Gutachten von ; beruht auf der Erweiterung des Vollkonsolidierungskreises der Bank Austria Creditanstalt zum 1.4.2006 bzw. 1.10.2006 um die Gesellschaften AWT International Trade AG bzw. UNIVERSALE International Realitäten GmbH sowie der Berücksichtigung der Alfa Veranlagung GmbH in den nicht konsoledierten Beteiligungen.

c. Als Folge der Bündelung der Osteuropa-Aktivitäten der Antragsgegnerin in der Bank Austria Creditanstalt mit Ausnahme jener in Polen und der Ukraine kam es zu einer sukzessiven Verlagerung der Einheiten des Osteuropa-Geschäfts der HVB und der Antragsgegnerin in die Bank Austria Creditanstalt, weshalb es zu einer signifikanten Veränderung des Konsolidierungskreises der Bank Austria Creditanstalt zwischen den beiden maßgeblichen Stichtagen kam. So erwarb die Bank Austria Creditanstalt im Januar 2007 insgesamt 90,03 % der Anteile an der International Moscow Bank von der HypoVereinsbank (70,26 %) und der französischen VTB Bank (19,77 %) für insgesamt € 1.397 Mio. sowie die HVB Latvia für € 75 Mio. und die Niederlassungen der HypoVereinsbank in Tallin und Vilnius für insgesamt € 10 Mio.

d. Am 4.12.2006 beschloss der Vorstand der Bank Austria Creditanstalt eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage des Osteuropasegments der Antragsgegnerin. Gegen Ausgabe von 55 Mio. neuer Stückaktien der Bank Austria Creditanstalt zu einem Ausgabebetrag von € 105,33 je Aktie oder insgesamt € 5.793 Mio. brachte die Antragsgegnerin ihre Anteile an der türkischen Koç Finansal Hitzmetler A.Ş., der kroatischen Zagrebačka banka d.d., der bulgarischen Bulbank AD, der tschechischen Živnostenská banka a.s., der slowakischen UniBanka a.s. und der rumänischen in

die Bank Austria Creditanstalt ein. Diese Gesellschaften wurden zum 1.1.2007 in den Konsolidierungskreis der Bank Austria Creditanstalt aufgenommen, wodurch die operativen Erträge im Vergleich zur Bewertung von I deutlich anstiegen. Allein durch die Akquisition der International Moscow Bank und der HVB Latvia bzw. des dadurch entstehenden Aufzinsungseffekts sowie der Einbringung des Osteuropa-Segments der Antragsgegnerin erhöht sich der Wert der Bank Austria Creditanstalt um € 6.039 Mio. auf € 23.086 Mio. im Vergleich zur Bewertung von I

e. Weiterhin lassen sich die Abweichungen auf eine Aktualisierung der Planungsrechnung sowie auf unterschiedliche Strukturen der beiden Bewertungsmodelle von I und I zurückführen. Soweit ein Vergleich der Strukturen möglich war, zeigten die gerichtlich bestellten Sachverständigen auf, dass sich die Planungsrechnung der International Moscow Bank zwischen den beiden Stichtagen zum Teil erheblich verbessert hat, wodurch ceteris paribus ein höherer Unternehmenswert der Bank Austria Creditanstalt resultiert. Zudem wandte die I ein Drei-Phasen-Modell mit einer zwischengeschalteten Konvergenzphase ein, während sich bei I die Ewige Rente unmittelbar an die Detailplanungsphase anschloss, wie oben dargestellt wurde.

Unter Berücksichtigung der Anpassungen bei der Bank Austria Creditanstalt unter noch darzustellenden, notwendigen Anpassungen bei der International Moscow Bank ergibt sich eine Wertdifferenz von rund € 2 Mrd., die auf die Planungsaktualisierung sowie sonstige nicht näher quantifizierbare Einzeleffekte, wie beispielsweise die zwischenzeitliche Vollkonsolidierung der AWT International Trade AG und der UNIVERSALE GmbH zurückzuführen sind. Gerade infolge der Planungsaktualisierung und vor allem auch des späteren Stichtages konnten für das Jahr 2007 als erstem Planjahr im Gegensatz zum Stichtag 25.10.2006 bereits erste Ist-Ergebnisse in die Planung einfließen.

Auf dieser Basis ergibt sich ein Wert der Bank Austria Creditanstalt in Höhe von € 17.627 Mio., woraus sich dann ein Wert für 77,53 % der Aktien von gerundet € 13.666

Mio. errechnet – mithin ein um ca. 9,18 % höherer Wert. Aus den oben unter C. einleitend genannten Gründen kommt folglich für den Kaufpreis der Bank Austria Creditanstalt eine Anpassung im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung für die Aktien der HypoVereinsbank nicht in Betracht, weil dieser gegen die Antragsgegnerin demzufolge kein Anspruch auf Nachteilsausgleich gem. § 317 AktG zustehen kann.

II.

Der Kaufpreisanteil für den Anteil von 70,26 % an der International Moscow Bank – ein am 19.10.1989 nach russischem Recht gegründeten Joint Venture zwischen den drei russischen Banken Vneshekonombank (20 %), Sberbank (10 %) und Promstroibank (10 %) sowie den ausländischen Banken Bayerische Vereinsbank AG, Creditanstalt-Bankverein, Banca Commerciale Italiana, Crédit Lyonnais und Kansallis-Osake-Pankki mit Anteilen von jeweils 12 % – muss von € 984 Mio. einschließlich der Kaufoptionen zum Bezug von Aktien der International Moscow Bank im Bestand der European Bank for Reconstruction and Development auf € 1.192 Mio. erhöht werden, nachdem der Unternehmenswert für 100 % der Anteile bei € 1.697 Mio. liegt. Damit aber übersteigt der festzusetzende Unternehmenswert den gezahlten Kaufpreis um circa 23,6 %. In dieser Situation kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass der erzielte Kaufpreis einem Drittvergleich standhält. Demzufolge muss von einem auf § 317 Abs. 1 AktG gestützten Anspruch auf Nachteilsausgleich in Höhe von € 208 Mio. ausgegangen werden, weil bei dieser Differenz nicht mehr davon ausgegangen werden kann, es liege kein Verstoß gegen die Business Judgement Rule vor.

1. Bei der Überprüfung der Planannahmen, die auf denselben Grundsätzen beruht, wie sie oben unter B. I. 1. dargestellt wurden, mussten zum Teil Anpassungen vorgenommen werden, die sich namentlich auf das Zinsergebnis, die risikogewichteten Aktiva mit der Folge einer höheren aufsichtsrechtlichen Kapitalunterlegung, eines höheren Bedarfs an Thesaurierung sowie eines höheren Bestands an Eigenmitteln und auf die Verwaltungsaufwendungen beziehen.

a. Infolge mangelnder Plausibilität bedarf die Ergebnisplanung einer Anpassung.

(1) Dies gilt zunächst für das Zinsergebnis.

(a) Das von angenommene Zinsergebnis, das wie die gesamte Planung auf der Hochrechnung für das Jahr 2006 sowie die beiden Folgejahre beruhte, kann mit dem Ansatz von € 161 Mio. im ersten Planjahr 2006 nicht mehr als plausibel angesehen werden, wobei auch hier der Stichtag 25.10.2006 maßgeblich sein muss. Die mangelnde Plausibilität steht zur Überzeugung des Gerichts aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme fest. und stützten sich bei ihrer Analyse auf die zum Stichtag bereits bekannten Ist-Zahlen der International Moscow Bank zum 30.6.2006; darauf aufbauend nahmen sie eine lineare Hochrechnung der Planzahlen für das erste Halbjahr auf das volle Planjahr vor und stellten diese der Planung auf der Basis der ursprünglichen Hochrechnung vom April 2006 gegenüber.

Aus der Ist-Entwicklung der Volumina im aktiven/passiven Kundengeschäft ergibt sich eine dynamische Wachstumsentwicklung. Das aktive Geschäftsvolumen stieg im Vergleich zum 31.12.2005 von € 2.541 Mio. um 30,7 % auf € 3.322 Mio., das passive Geschäftsvolumen von € 3.027 Mio. um € 17,1 Mio. auf € 5.544 Mio. an. Bei einer linearen Fortschreibung ergibt sich ein Wachstum um 61,5 % auf € 4.104 Mio. beim Aktiv- und um 34,2 % auf € 4.062 Mio. im Passivgeschäft. Demgegenüber sollte nach dem Budget vom April 2006 ein Aktivgeschäft von € 2.676 Mio. und ein Passivgeschäft von € 2.639 Mio. erwirtschaftet werden. Dies muss in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Sachverständigen als nicht mehr plausibel angesehen werden, nachdem die deutlich besseren Ist-Zahlen zum Bewertungsstichtag 25.10.2006 bereits bekannt waren. Angesichts dessen muss in Übereinstimmung mit den Ausführungen der

Sachverständigen für das erste Planjahr 2006 ein Zinsergebnis in Höhe von € 200 Mio. angesetzt werden, was aus einer durchschnittlichen Zinsmarge im Aktiv- und Passivgeschäft von 2,92 % abgeleitet wurde.

(b) Auch das zinsunabhängige Ergebnis haben die gerichtlich bestellten Sachverständigen auf der Basis der Zahlen des ersten Halbjahres 2006 auf das gesamte Jahr 2006 hochgerechnet, wodurch es zu einer Anpassung von € 113 Mio. auf € 184 Mio. kommen muss. Das zinsunabhängige Ergebnis der Ist-Zahlen belief sich zum 30.6.2006 bereits auf € 93 Mio. bei einer Planannahme für das gesamte Jahr von € 113 Mio. Eine lineare Hochrechnung des Provisionsergebnisses, des Handelsergebnisses - WP und des Handelsergebnisses - FX-Transaktionen auf das gesamte Jahr 2006 bei gleichbleibenden Einnahmen aus dem Unter-Posten Sonstiges führt zu einem zinsunabhängigen Ergebnis von insgesamt € 184 Mio.

(b) Angesichts der dynamischen Geschäftsausweitung der International Moscow Bank im Jahr 2006, die auch schon nach Abschluss absehbar war, muss es zu Anpassungen auch in den Folgejahren kommen. Bei der Fortschreibung gingen die Sachverständigen von einer degressiven Wachstumskonvergenz aus, wobei das nachhaltige Wachstumsniveau von 2,0 % p.a. im Jahr des Eintritts in die Ewige Rente erreicht werden soll. Um diese degressive Wachstumskonvergenz abzubilden, erweiterten Herr und den Planungshorizont um fünf Jahre mit der Folge des Eintritts in die Ewige Rente im Jahr 2021. Dabei konvergiert die degressiv geplante Wachstumsentwicklung des Zinsergebnisses sowie die Anpassung der zinsunabhängigen Erträge von einem 2,6 %-igen Wachstum auf das nachhaltige Niveau über einen Zeitraum von insgesamt fünfzehn Jahren. Bei der von ihnen vorgenommenen linearen Hochrechnung übersehen die Sachverständigen auch nicht die Struktur

des zinsunabhängigen Ergebnisses. Die Richtigkeit der Ermittlung dieses Ertragsanteils durch die Sachverständigen zeigt sich gerade auch bei einer Erweiterung der historischen Betrachtung. Das Provisionsergebnis, das Handelsergebnis - WP und das Handelsergebnis - FX-Transaktionen steht in Einklang mit der historischen Entwicklung von 2002 bis 2005 und wird durch das zur Plausibilisierung und Würdigung ergänzend herangezogene Ist-Ergebnis zum 31.12.2006 in Höhe von € 180 Mio. bestätigt. Aus der Statistik in Bezug auf die historische Entwicklung des zinsunabhängigen Ergebnisses von Banken im Euro-STOXX Banks lässt sich die fehlende Plausibilität der Anpassung nicht herleiten. Diese Statistik ist nämlich nicht hinreichend aussagefähig, weil sich aus ihr nicht klar erkennen lässt, ob eine systematische unterjährige Volatilität besteht, die einem linearen Hochrechnen der Halbjahresergebnisse entgegenstehen würde. Die Abweichungen liegen im arithmetischen Mittelwert und im Median in den Jahren 2003 bis 2005 entsprechend Tabelle 21 aus dem dritten Ergänzungsgutachten in einer Bandbreite von – 1,0 % bis 9,0 % bzw. von – 2,0 % bis 6,0 %. Dabei ist im Mittel weder eine betragliche Abweichung von über 10 Prozentpunkten erkennbar noch ist die Abweichung stets negativ oder stets positiv.

Allein die Tatsache, dass der Teilunterposten der Translation Differences zum Halbjahr 2006 über den im historischen Betrachtungszeitraum der vier vorvergangenen Jahre liegenden Zahlen liegt, kann nicht als Indiz für einen offensichtlichen Einmaleffekt angesehen werden. Vielmehr geht auch die Entwicklung dieser Position einher mit der dynamischen Geschäftsausweitung der International Moscow Bank.

Die mangelnde Plausibilität ihrer Planannahmen wäre für die Wirtschaftsprüfer von und auch für den Vorstand der HypoVereinsbank durchaus erkennbar gewesen. Die Vergangenheitsanalyse zeigte nämlich, dass die Ist-Ergebnisse der Jahre 2003 bis 2005

deutliche Abweichungen von + 52,2 %, + 103,7 % und + 27,8 % im Vergleich zu den Planannahmen aufwiesen, weshalb die Planung jeweils deutlich zu pessimistisch war, was sich insbesondere auch schon im Jahr 2006 abzeichnete, nachdem die Ist-Zahlen zum 30.6.2006 deutlich über der Hochrechnung vom April 2006 lagen, auf deren Grundlage das Bewertungsgutachten erstellte. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, dass bereits eine Korrektur auf der Grundlage der Ergebnisse zum 30.6.2006 vorgenommen habe, dieses Ergebnis gerade nicht Grundlage für eine pauschale lineare Hochrechnung sein könne und eine aktualisierte Planung im Juni 2006 auf einer verbesserten Planungsmethodik beruht habe. Die Plananpassung für das erste Planjahr 2006 erfolgte losgelöst von der pauschalen Anpassung der Planüberfüllung in Höhe von € 26 Mio. Nur das angepasste Ergebnis vor Steuern für dieses Jahr entsprechend dem Konvergenzszenario der Sachverständigen reflektiert das Geschäftsaus-

weitungspotential der International Moscow Bank zum Bewertungsstichtag in angemessener Form. Die Ausgangsplanung von vernachlässigt im Vergleich zur Vorgehensweise der Sachverständigen für die Folgejahre ab 2007 das zu erwartende Ergebnispotential, nachdem für diesen Zeitraum gerade keine Anpassung der Planüberfüllung vornahm.

Die Wachstumserwartungen der International Moscow Bank werden dadurch ebenso wenig unterschätzt wie die des russischen Bankenmarktes als Ganzes. Die für das Jahr 2006 angesetzten Wachstumsraten für das aktive bzw. passive Geschäftsvolumen von 61,5 % bzw. 34,2 % im Vergleich zum Jahresende 2005 liegen unter den vergleichbaren Wachstumsraten des Vorjahres mit 70,2 % bzw. 42,5 %. Angesichts dessen konnte und musste aufgrund der expansiven Geschäftspolitik und des Ausbaus des Filialnetzes der International Moscow Bank zum Bewertungsstichtag von einer positiven Entwicklung ausgegangen werden. Diese Geschäftspolitik zeigt sich auch am hohen Anstieg des zinstragenden Aktivgeschäftsvolumens, das - wie

beschrieben – im Jahr 2005 um 70,2 % gegenüber dem Vorjahr und zur Jahresmitte 2006 nochmals um 30,7 % deutliche Wachstumsraten erwirtschaftete. In gleicher Weise kam zu einem Anstieg des korrespondierenden Passivgeschäftsvolumens um 42,5 %, bzw. 17,1 %. Das zum Bewertungsstichtag prognostizierte Wachstum der Gesamtaktiva belief sich im russischen Bankenmarkt in den Jahren 2006 bis 2008 auf 24 %, 26 % und 28 %; für das Einlagengeschäft wurden für denselben Zeitraum Wachstumsraten von 24,9 %, 21,3 % und 14,6 % von erwartet. prognostizierte für den Zeitraum von 2005 bis 2010 jährliche durchschnittliche Wachstumsraten von 24,6 % bzw. 38 % p.a. für das Kredit- bzw. Einlagevolumen. Damit konnte aber ex ante auch von einem dynamischen Wachstum im russischen Bankenmarkt ausgegangen werden, weshalb aber auch die Plananpassung durch die Sachverständigen die Wachstumserwartungen aus Sicht ex ante gerade nicht unterschätzt.

Zur Plausibilisierung der Planannahmen mit der linearen Hochrechnung für das Jahr 2006 zogen die Sachverständigen noch einen Vergleich mit den Ist-Zahlen für das Jahr 2006 heran, die den Planansatz sogar um 21,7 % im Aktivgeschäft und um 14,9 % im Passivgeschäft überstiegen. Allerdings kann allein daraus nicht auf einen deutlich zu pessimistischen Planansatz der Sachverständigen geschlossen werden, nachdem diese Ist-Zahlen zum maßgeblichen Bewertungsstichtag am 25.10.2006 gerade noch nicht bekannt waren.

(2) Angesichts der höheren Summe der Erträge mussten indes auch die Verwaltungsaufwendungen angepasst werden. Ausgehend von der Cost-Income-Ratio für das letzte Ist-Jahr 2005 von 41,9 % nahmen die gerichtlich bestellten Sachverständigen eine stufenweise Erhöhung auf das auch von zugrunde gelegte nachhaltige Niveau von 50 % vor. In dieser Entwicklung spiegeln sich Skaleneffekte aus den dynamischen Geschäftsausbau wider, die auch im Vergleich zur Basisbewertung von länger fortbestehen. Eine Analyse dieses Ansatzes über eine Auswertung der Cost-Income-Ratio einer Peer Group zeigt die Angemessenheit. Im historischen Mittel des Zeitraums von

1999 bis 2005 liegt die Cost-Income-Ratio dieser Peer Group in einer Bandbreite zwischen 58,2 % und 79,0 %; im letzten Ist-Jahr 2005 lag sie zwischen 49,9 % und 77,9 %. Angesichts des historischen Mittelwertes der Cost-Income-Ratio der International Moscow Bank von 48,1 % muss in Übereinstimmung mit den Erwägungen der Sachverständigen ein nachhaltiges Niveau von 50 % als plausibel eingestuft werden, wobei dieser Wert ab dem Planjahr 2017 erreicht wird.

b. Das zusätzliche Zinsergebnis wird durch eine Ausweitung der risikogewichteten Aktiva um € 1.367 Mio. im Jahr 2006 getrieben, was gleichzeitig eine höhere aufsichtsrechtliche Kapitalunterlegung erfordert. Hieraus resultiert dann ceteris paribus ein höherer Thesaurierungsbedarf und ein höherer Bestand an Eigenmitteln, der wiederum zu einer höheren Eigenmittelverzinsung von € 5 Mio. im ersten Planjahr führt. Die Ausweitung der risikogewichteten Aktiva als Folge des Anstiegs des Zinsergebnisses basiert auf dem Ansatz der Quote aus Jahresüberschuss/risikogewichteten Aktiva im Basisszenario von Einer entsprechend höheren Kapitalunterlegung liegt die Annahme einer Kernkapitalquote von 8,0 % zugrunde.

c. Aus denselben Gründen, wie sie oben unter B.II. 1. g. (1) bei der aufsichtsrechtlich geforderten Thesaurierung bei der HypoVereinsbank dargestellt wurden, kann es nicht beanstandet werden, wenn die Planung eine Ausweitung der risikogewichteten Aktiva im Zeitverlauf eines jeden Geschäftsjahres vorsieht, die dafür zu hinterlegenden Eigenmittel aber bereits zu Beginn des Geschäftsjahres geparkt werden. Nur so kann eine ausreichende unterjährige Kapitalausstattung bei geplanter Geschäftsausweitung erreicht werden.

(1) Die originäre Planung der International Moscow Bank wurde bei den risikogewichteten Aktiva insofern angepasst, als im Vergleich zur originären Planung Veränderungen im Zusammenhang mit der in einer eigenständigen Planungsrechnung ausgewiesenen IMB Leasing und vor dem Hintergrund der Berücksichtigung der Nordic Desk Option vorgenommen werden. Infolge der Notwendigkeit, dass die

International Moscow Bank ihre Kapitalanforderungen für die geplanten risikogewichteten Aktiva bereits zu Periodenbeginn vollständig erfüllen muss, musste die Planung auf eine Zielgesamtkapitalquote von 12,0 % angepasst werden. Anderenfalls hätte die International Moscow Bank zum jeweiligen 1. Januar der Planungsphase die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen in Höhe von 11 % unterschritten. Die russische Zentralbank gab nach den Erkenntnissen der Sachverständigen eine Mindestkapitalunterlegung von 10 % der risikogewichteten Aktiva vor; beim Betreiben eines Privatkundengeschäfts erhöht sich dies auf insgesamt 11 %. Grundlage dieser Anforderungen sind die von der russischen Zentralbank erlassenen Verordnungen Nr. 109-I vom 14.1.2004, 110-I vom 16.1.2004, das Bankwesengesetz vom 2.12.1990 sowie die Richtlinie Nr. 218 vom 19.3.2003. Da die Kapitalausstattung maßgebliche Kerngröße zur Unterlegung des Zielratings einer Bank ist, muss es als plausibel angesehen werden, wenn diese oberhalb der gesetzlichen Anforderungen zum Mindestkapital liegt.

(2) Die angesetzte Zielkernkapitalquote von 12 % muss als plausibel eingestuft werden. Die Sachverständigen zogen hierzu eine Peer Group aus einer Reihe osteuropäischer Staaten heran, die indes unterschiedliche regulatorische Anforderungen haben, weshalb der Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2005 nur bedingt aussagekräftig ist. Die einzige russische Bank der Peer Group – die Sberbank – weist in diesem Zeitraum Kapitalquoten zwischen 9 % und 16,0 % bei einem Durchschnitt von 13,0 % aus. Angesichts dessen muss die nur um einen Prozentpunkt niedrigere Zielkernkapitalquote der International Moscow Bank als plausibel betrachtet werden.

Diese in der Planung unterstellte originäre Zielkernkapitalquote muss somit nicht korrigiert werden, was auch für die Aufteilung in die Tier-1-Quote von 8,0 % und eine Tier-2-Quote von 4,0 % gilt. Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, es hätten die zum damaligen Zeitpunkt im Konzern der Antragsgegnerin gültige Tier-1-Quote von 6,8 % als Tier-1-Zielquote herangezogen werden müssen,

nachdem die russische Zentralbank nicht zwischen diesen beiden Kapitalarten unterschieden hatte. Diese Vorgabe der Antragsgegnerin von 6,8 % ohne und von 7,8 % unter Einbeziehung hybrider Mittel kann nicht unmittelbar auf die International Moscow Bank übertragen werden, weshalb sie für die Sachverständigen nicht maßgeblich war, wie sie auch im Termin vom 10.11./11.11.2021 dargestellt haben. Für den russischen Markt sah die Konzernzielvorgabe der Antragsgegnerin nämlich eine Zielkernkapitalquote von 11,5 % ohne Einbeziehung hybrider Mittel vor, ohne dass Angaben zu hybriden Mitteln in dem hier wesentlichen Dokument vom 7.11.2006 gemacht wurden. Dieses nur wenige Tage nach dem Bewertungsstichtag erstellte Dokument erhellt, dass an die russische Einheit eine höhere Anforderung an die Kernkapitalquote als bei der HypoVereinsbank mit 6,8 % ohne Einbeziehung liquider Mittel gestellt werden muss.

d. Die von herangezogene Ausschüttungsquote von 50 % in der Konvergenzphase wie auch im Terminal Value bedarf keiner Korrektur. Nachdem es in diesen Phasen keine Ausschüttungsplanung mehr gibt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I AG 2020, 222, 224; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Kammer sind die marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken bestehen. Die Sachverständigen haben demgemäß in ihrem dritten Ergänzungsgutachten – wie auch bei der Bank Austria Creditanstalt – darauf verwiesen, dass der Ansatz einer markttypischen Ausschüttungsquote von 50 % nicht gänzlich unvertretbar sei, auch wenn sie die von ihnen approximativ ermittelte Ausschüttungsquote von 42,1 % für sachgerechter erachteten. Die Annahme einer – sich ohnehin wertmindernd auswirkenden – Vollausschüttung ist

weder empirisch noch aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften sachgerecht, weshalb auch eine Thesaurierung vorgenommen werden musste.

e. Das Niveau der Zinsüberschüsse beim Eintritt in die Ewige Rente ab dem Jahr 2021 beträgt € 426 Mio. bei einer nachhaltigen Eigenkapitalrendite von 15,3 %, die um 1,2 Prozentpunkte über dem zu pessimistischen Ansatz von liegt. Diese Zielrentabilität unterstellt eine Überrendite im Vergleich zu den geforderten Eigenkapitalkosten der International Moscow Bank von 10,7 % vor persönlichen Steuern von etwa 4,6 Prozentpunkten. Zwar liegt die Eigenkapitalrendite ab dem Jahr 2021 mit 15,3 % um 1,3 Prozentpunkte unterhalb des Durchschnitts einer erweiterten Peer Group unter Einschluss der zehn größten russischen Banken nach Aktiva und bei reiner Betrachtung der zehn größten russischen Banken um 6 Prozentpunkte unter deren durchschnittlicher Eigenkapitalrendite. Doch steht dies der Bejahung der Plausibilität der Eigenkapitalrendite ab 2021 ff. für das Bewertungsobjekt International Moscow Bank nicht entgegen. Die Ewige Rente beginnt 16 Jahre nach dem Ende der Durchschnittsbetrachtung. Dabei kann auch in Russland eine derart hohe Rendite dauerhaft nicht erwartet werden, weil zum damaligen Zeitpunkt eine gewisse Anpassung jedenfalls an westliche Standards – im Gegensatz zu einer ex post-Betrachtung – als nicht unwahrscheinlich angesehen werden konnte.

2. Der Kapitalisierungszinssatz muss im Vergleich zur Bewertung von insofern angepasst werden, als der Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern auf 4,25 % vor Steuern abgesenkt und eine Länderrisikoprämie von 0,16 auch im Terminal Value angesetzt werden muss. Weitere Korrekturen sind dagegen nicht angezeigt.

a. Der Basiszinssatz zum Stichtag 25.10.2006 belief sich auf 4,25 % vor Steuern, wobei zur Vermeidung von Wiederholungen zunächst auf die Ausführungen bei der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt unter C. I. 2. a. (1) Bezug genommen werden kann, was namentlich auch für die Frage der Ableitung der Spot Rates gilt.

(1) Allerdings müssen bei der Bewertung kompensatorische Effekte in gleicher Art und Weise wie bei der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigt werden, wobei diese den Fristentransformationsbeitrag und den Eigenmittelbeitrag betreffen. Im Detailplanungszeitraum ergibt sich ein geschätzter Rückgang des Fristentransformationsbeitrags in Höhe von € 1 Mio. bis € 3 Mio. und von € 3 Mio. im Terminal Value. Beim Eigenmittelbeitrag bewegt sich die Kompensation in der Detailplanungsphase zwischen € 2 Mio. und € 6 Mio. und beträgt € 6 Mio. in der Nachhaltigkeit.

Bei der Quantifizierung der kompensatorischen Effekte auf den Zinsüberschuss musste nicht auf Euribor-Zinssätze abgestellt werden. Bei diesem Ansatz handelt es sich ebenso wie bei der Svensson-Zinsstrukturkurve um eine approximative Vorgehensweise zur Ermittlung kompensatorischer Werteffekte. Den Sachverständigen lagen zudem keine Fristigkeiten der Forderungen und Verbindlichkeiten vor, weshalb sie eine vereinfachende Entwicklung vornehmen mussten. Dabei legten sie die Relation aus der Anpassung des Fristentransformationsbeitrages zu den Zinsüberschüssen insgesamt vor Anpassung bei der Bank Austria Creditanstalt zugrunde und übertrugen die Relation dann auf die Zinsüberschüsse der International Moscow Bank.

(2) Die kompensatorische Anpassung des Eigenmittelbeitrages ermittelte sich unter Zugrundelegung des Tier 1-Kernkapitals im Planungsverlauf sowie der Zinsdifferenz von - 0,25 Prozentpunkten bei der Betrachtung des Basiszinssatzes zum 25.10.2006 im Vergleich zum 30.8.2006. Dabei konnten Euro-Zinssätze zugrunde gelegt werden; Ein Abstellen auf US-Dollar-Forward-Zinssätze war nicht geboten. Die Planungsrechnung der International Moscow Bank war in US-Dollar ausgewiesen und von unter Anwendung von Forward-Wechselkursen über einen entsprechenden Umrechnungsfaktor sachgerecht in Euro umgerechnet. Demgemäß spiegelt sich in der in Euro umgerechneten Planungsrechnung bereits die erwartete Differenz des Zinsniveaus zwischen US-Dollar und Euro wider. Demzufolge ist die Zugrundelegung der Euro-Zinsstrukturkurve bei der Ermittlung

kompensatorischer Effekte auf den Eigenmittelbeitrag wie auch auf den Fristentransformationsbeitrag eine plausible, wenn auch zulässigerweise vereinfachende Annahme. Würde man den kompensatorischen Effekt im Eigenmittelbeitrag ausschließlich auf Grundlage von US-Dollar-Zinsprognosen im Zähler vornehmen, müsste man aus Konsistenzgründen auch die ursprüngliche Anpassung des Basis-Zinssatzes im Nenner des Bewertungskalküls ebenfalls auf der Grundlage von US-Dollar-Zinsdifferenzen vornehmen. Nur so könnte die Risikoäquivalenz von Zähler und Nenner des Bewertungskalküls sichergestellt werden. Dann aber würde sich unter Ansatz der im Privatgutachten von ermittelten Zahlen zum Zinsniveau in US-Dollar für die Stichtage 30.8.2006 und 25.10.2006 keine nennenswerten Veränderungen im Zinsniveau zeigen. Da für die Ermittlung des Eigenmittelbeitrages eine lange Laufzeit maßgeblich ist, kommt es nicht auf die Zinsdifferenz zwischen dem langen und dem kurzen Ende der Zinsstrukturkurve an. Daher kann auch nicht maßgeblich sein, dass sich bei der Umrechnung der Planzahlen der International Moscow Bank von US-Dollar in Euro unterschiedliche Verläufe der Euro-Zinsstrukturkurve mit einem grundsätzlich normalen, sich im Zeitablauf verflachenden Verlauf und der US-Dollar-Zinsstrukturkurve mit einer teils inversen und im Zeitverlauf nahezu unveränderten Entwicklung nicht widerspiegeln könnte.

Allein der Umstand, dass die Heranziehung der US-Zinsstrukturkurve nach der Einschätzung von im Anhörungstermin als vertretbar bezeichnet wurde, führt nicht dazu, dass diese auch zwingend anzusetzen gewesen wäre. Über den entsprechenden Umrechnungsfaktor in Euro spiegelt sich die erwartete Differenz des Zinsniveaus zwischen US-Dollar und Euro wider. Daher ist die Zugrundelegung einer Euro-Zinsstrukturkurve bei der Ermittlung der kompensatorischen Effekte eine vereinfachende, aber ebenso plausible Annahme. Dann aber würde dadurch nur ein vertretbarer Annahme durch einen anderen ersetzt.

(3) Bei der Ermittlung des Wertansatzes für die International Moscow Bank kam es beim kompensatorischen Effekt auch nicht zu einer Vorzeichenverwechslung bei dem Betrag von € 19 Mio.. Hintergrund dieses Ansatzes von € 19 Mio. ist der Umstand, dass der im Kaufvertrag vereinbarte Kaufpreis für 70,26 % der Anteile an der International Moscow Bank in Höhe von € 984 Mio. um diesen Betrag über dem von ermittelten anteiligen Ausgangswert von € 965 Mio. liegt. Die Sachverständigen glichen nun auf der Ebene der HypoVereinsbank den um € 19 Mio. höheren anteiligen Kaufpreis dadurch aus, dass sie den Betrag in gleicher Höhe in Abzug brachten. Bei einem Aufsetzen dagegen auf der Basis von 100 % der Anteile der International Moscow Bank kommt man zu demselben Ergebnis. Angesichts dessen ist tatsächlich die Differenz zwischen dem von den Sachverständigen abgeleiteten Unternehmenswert der International Moscow Bank und dem tatsächlich gezahlten Kaufpreis maßgeblich.

b. Der in Anwendung des (Tax-)CAPM abgeleitete Risikozuschlag in Höhe von 7,27 % nach Steuern muss auch im Terminal Value angesetzt werden; im Übrigen sind Anpassungen nicht geboten.

(1) Dies gilt zunächst für die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern. Insoweit kann auf die obigen Ausführungen unter B. I. 2. b. (1) zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug genommen werden.

(2) Der Beta-Faktor von 1,0 wurde zutreffend über eine Peer Group ermittelt. Da es sich bei der International Moscow Bank um eine Closed Joint Stock Company handelt, war diese im fraglichen Zeitraum gerade nicht an einer Börse notiert, weshalb eine Ableitung des Unternehmens individuellen Risikos über den originären Beta-Faktor zwingend ausscheiden muss. Die Zusammensetzung der Peer Group aus 15 börsennotierten Gesellschaften mit Sitz in Russland, Rumänien, Ungarn, Polen, Bulgarien, Malta, der Tschechischen Republik und der Türkei muss nicht korrigiert werden. Für die gesamte Gruppe ergab sich ein Median von 0,96, weshalb der angesetzte Beta-Faktor von 1,0 als angemessen bezeichnet werden muss. Zur

weiteren Plausibilisierung wurde noch eine Untergruppe aus osteuropäischen Ländern mit einem Median von 0,94 und EU-Beitrittskandidaten mit einem Beta-Faktor im Median von 0,94 ermittelt.

(3) Bei der International Moscow Bank konnte eine Länderrisikoprämie in Höhe von 1,6 % additiv zum Nachsteuer-Kapitalisierungszinssatz entsprechend dem (Tax-)CAPM angesetzt werden, wobei dies für die Detailplanungsphase, die Konvergenzphase und insbesondere auch für den Terminal Value in dieser Höhe gilt. Der Ansatz einer Länderrisikoprämie muss im Gegensatz zur Bank Austria Creditanstalt hier erfolgen, weil im Jahre 2006 im Gegensatz zu Österreich für die russische Föderation nicht von einem vollständig entwickelten Kapitalmarkt ausgegangen werden kann, der dem westlichem Standard vergleichbar wäre. Dann aber kann nicht hinreichend angenommen werden, der Beta-Faktor bilde mikro- und makroökonomische Risiken ebenso ab, wie politische und rechtliche Risiken.

(a) Das systematische Vorgehen zur Ermittlung der Höhe der Länderrisikoprämie kann nicht beanstandet werden. Die Sachverständigen bestätigten es als sachgerecht, wenn die Wirtschaftsprüfer von das Konzept von Demodaran anwandten, indem zunächst der Country Default Spread für Russland im Vergleich zu US-amerikanischen Staatsanleihen ermittelt und sodann in einem zweiten Schritt der so ermittelte länderspezifische Spread mit einem Faktor von 1,5 multipliziert wurde, um den im Vergleich zu Anleihemärkten höheren Volatilitäten von Aktienmärkten Rechnung zu tragen.

(b) Eine Halbierung der Länderrisikoprämie im Zeitraum des Terminal Value ist in Übereinstimmung mit der Beurteilung durch die Sachverständigen allerdings nicht geboten. Die von angenommene Rechtfertigung einer Annäherung der Russischen Föderation an westeuropäisches Niveau war aus Sicht des Stichtags zum 25.10.2006 nicht geboten. Bei Russland handelt es sich nämlich im Gegensatz zu einer Reihe von zentral- und osteuropäischen Ländern in der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt gerade nicht um einen EU-

Beitrittskandidaten. Zum einen hätte die russische Föderation dazu einen Beitrittsantrag im Sinne des Art. 49 Abs. 1 EUV stellen müssen, um den Status eines Beitrittskandidaten zu erlangen. Zum anderen muss aber zum maßgeblichen Stichtag auch davon ausgegangen werden, dass die russische Föderation die materiellen Beitrittsvoraussetzungen nicht erfüllte. Der Beitrittskandidat muss nämlich als Voraussetzung für die Mitgliedschaft die in Art. 2 EUV niedergelegten Grundsätze der Union – Achtung der Menschenwürde, Freiheit, Demokratie, Gleichheit, Rechtsstaatlichkeit und Wahrung der Menschenrechte einschließlich der Rechte der Personen, die Minderheiten angehören – erfüllen. Zudem müssen die vom Europäischen Rat in Kopenhagen vom 21./22.6.1993 beschlossenen Kriterien erfüllt werden. Danach muss der Beitrittskandidat als Voraussetzung für die Mitgliedschaft eine institutionelle Stabilität als Garantie für demokratische und rechtsstaatliche Ordnung, für die Wahrung der Menschenrechte sowie die Achtung und den Schutz von Minderheiten verwirklicht haben; die Mitgliedschaft erfordert ferner eine funktionsfähige Marktwirtschaft sowie die Fähigkeit, dem Wettbewerbsdruck und den Marktkräften innerhalb der Union standzuhalten. Die Mitgliedschaft setzt ferner voraus, dass die einzelnen Beitrittskandidaten die aus einer Mitgliedschaft erwachsenden Verpflichtungen übernehmen und sich auch die Ziele der politischen Union sowie der Wirtschafts- und Währungsunion zu eigen machen können. Die Fähigkeit der Union zur Aufnahme neuer Mitglieder, dabei jedoch die Stoßkraft der europäischen Integration zu erhalten, stellt nach diesen Kopenhagener Kriterien ebenfalls einen sowohl für die Union als auch für die Beitrittskandidaten wichtigen Gesichtspunkt dar (vgl. zum Text Ohler in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, EUV, 75. Erg.Lfg. Januar 2022, Art. 49 Rdn. 17). Die Kammer kann bereits angesichts der rechtlichen und politischen Lage vor dem 25.10.2006 nicht von einer erkennbaren Stellung der Russischen Föderation als Beitrittskandidat und einer damit verbundenen Annäherung an die Europäische Union und westeuropäische Standards ausgehen. In ihrer „mittelfristigen Strategie zur Entwicklung der Beziehung zwischen Russland und der EU“ vom November 1999 (zitiert nach einer

Ausarbeitung der Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages die Beziehungen zwischen der EU und Russland") schloss die russische Regierung eine EU-Mitgliedschaft oder Assoziierung für die nächsten zehn Jahre aus. Das Fehlen auch der rechtlichen Voraussetzungen für einen Status als Beitrittskandidat und damit einem Recht auf eine Mitgliedschaft zeigt auch die Entschließung des Europäischen Parlaments vom 24.11.2006. In diesem Dokument, das einen knappen Monat nach dem maßgeblichen Stichtag verabschiedet wurde und auf eine längere Entwicklung in der russischen Föderation hinweist, weshalb es auch schon zum Stichtag als relevant bezeichnet werden muss, wird unter anderem darauf hingewiesen, in Russland, der Europäischen Union und anderen Ländern herrsche große Besorgnis wegen der Situation der Demokratie und der Menschenrechte sowie wegen der Unfähigkeit der russischen Polizei- und Justizbehörden, die für politische Morde Verantwortlichen dingfest zu machen. In einem Namensartikel vom 23.11.2006 (Quelle: RIA Noviski, http://de.rian.ru, zitiert nach dem Internetauftritt „AG Friedensforschung auf dem Wege der Partnerschaft zwischen Russland und der EU zur Herstellung eines einheitlichen Europa und zu neuen Möglichkeiten für alle Europäer" äußerte der russische Präsident Putin die Ansicht: „Wir [scil.: Russland] stellen uns nicht die Aufgabe, der Europäischen Union beizutreten." Da aber sowohl aus der rechtlichen Sicht des Art. 49 Abs. 1 EUV wie auch der politischen Einschätzung des russischen Präsidenten für einen Status Russlands als Beitrittskandidat kein Raum ist, muss davon ausgegangen werden, dass ungeachtet damals bestehender besserer Beziehungen der Europäischen Union zu Russland nicht zu erwarten war, dass sich die russische Föderation alsbald westlichen Kapitalmarktstandards annähern könnte.

(c) Die Tatsache, dass die etwas höhere Länderrisikoprämie im Terminal Value aus Sicht der Minderheitsaktionäre isoliert zu einer niedrigeren Unternehmensbewertung als der Ansatz vo führt, bedeutet keinen Verstoß gegen das Verbot der reformatio in peius, das sich ausschließlich am Entscheidungssatz, nicht aber an den Gründen

orientiert. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre, im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist (vgl. BGH NZG 2010, 1344, 1345 = AG 2010, 910, 911 = ZIP 2010, 2289, 2290 = WM 2010, 2225, 2226 = DB 2010, 2606, 2607 = DZWIR 2011, 80, 81; OLG München NZG 2022, 362, 369; LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 25.6.2021, Az. 5 HK O 9171/19; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 11 Rdn. 4).

c. Der mit 2 % in der Ewigen Rente ermittelte Wachstumsabschlag bedarf keiner Anpassung zugunsten der Minderheitsaktionäre.

(1) Die Sachverständigen ermittelten zunächst die im Bewertungskalkül der International Moscow Bank abgebildete Gesamtwachstumsrate der geplanten entziehbaren Überschüsse im Terminal Value bei gleichzeitigem Vorliegen von inflationsbedingtem und thesaurierungsbedingten Wachstum, wobei für das preissteigerungsbedingte Wachstum eine Rate von 2,0 % angesetzt wurde. und gingen von dem Ausgangspunkt aus, dass der US-Dollar die funktionelle Währung der International Moscow Bank darstellt, die auch der externen Rechnungslegung zugrunde gelegt wurde. Für diese Zwecke werden in anderen Währungen, insbesondere in russischen Rubeln getätigte Geschäfte unter Anwendung stichtagsgenauer Wechselkurse bzw. monatlicher Durchschnittskurse in US-Dollar umgerechnet. Demgemäß spiegelt die in US-Dollar ausgewiesene Planungsrechnung von unter sachgerechter Anwendung von Forward-Kursen insoweit bereits die erwarteten Änderungen der Wechselkursrelation zwischen dem US-Dollar und dem russischen

Rubel wider. In einem weiteren Schritt kam es zur Umrechnung von US-Dollar in Euro, wobei für den Planungszeitraum bis 2008 perioden-spezifische Forward-Wechselkurse herangezogen wurden. Für den sich anschließenden Zeitraum konnte von konstanten Wechselkursrelationen ausgegangen und die Forwards des Jahres 2008 unverändert fortgeschrieben werden. Dabei wurden beginnend mit dem Planjahr 2008 und dann auch im Terminal Value Wechselkurse in Höhe von 1,24 USD/EUR angenommen.

(2) Zur Beurteilung der Angemessenheit des angesetzten Wachstumsabschlages von 2,0 % muss als Vergleichsmaßstab das Inflationsniveau im Euroraum herangezogen werden. Ein konstanter Forward-Wechselkurs ist mit der Prämisse der Identität des erwarteten Inflationsniveaus in beiden betrachteten Währungsräumen verbunden, weil anderenfalls Arbitragemöglichkeiten gegeben wären. Eine erwartete höhere Inflationsrate in Russland bzw. Osteuropa würde dann annahmegemäß im Zeitablauf auf das Niveau im Euro-Währungsraum konvergieren. Demgemäß muss die erwartete Inflationsrate im Euro-Währungsraum als Ausgangsbasis herangezogen werden. Doch selbst bei Aufgabe der Annahme nachhaltig konstanter Forward-Wechselkurse ergäbe sich keine andere Beurteilung. Ginge man von stärker steigenden finanziellen Überschüssen aufgrund einer höheren Inflationsrate in Russland aus, die in der Heimatwährung russischer Rubel gemessen wird, wäre korrespondierend zu berücksichtigen, dass die russische Währung dann aber gegenüber dem Euro abgewertet werden müsste. Als Konsequenz daraus würden sich die Effekte ausgleichen, wie die Sachverständigen überzeugend dargestellt haben. Demgemäß kann die erwartete Inflationsrate in der russischen Volkswirtschaft kein Maßstab für den rein inflationsbedingten Wachstumsabschlag sein. Auch wenn der Referenzmarkt für die International Moscow Bank die russische Volkswirtschaft ist und das reale Wachstum der russischen Volkswirtschaft Ausgangspunkt für das Wachstumspotential der finanziellen Überschüsse der International Moscow Bank ist, spiegelt sich durch die beschriebene Umrechnung in Euro

unter Heranziehung von Wechselkursforwards im Bewertungskalkül implizit das Inflationsniveau aus dem Euro-Raum wider.

(3) Ein Vergleich beispielsweise der branchenspezifischen Gewinne mit den Wachstumsannahmen des Bewertungskalküls kann dabei nicht sachgerecht erfolgen, weil die Entwicklung der branchenspezifischen Gewinne durch die Inflationseffekte auf dem russischen Markt geprägt ist. Folglich mussten die Sachverständigen in einem zweiten Schritt die Gesamtwachstumsrate der entziehbaren Überschüsse im Terminal Value bei gleichzeitigem Vorliegen inflations- und thesaurierungsbedingten Wachstums ermitteln. Das reale Bruttoinlandsprodukt der russischen Volkswirtschaft stieg von 1996 bis 2005 um durchschnittlich 3,8 %; für die Jahre 2006 und 2007 wurde ein reales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem jeweiligen Vorjahr von 5,9 % und 5,6 % erwartet. Die Inflationsrate im Euro-Raum lag zwischen 1996 und 2005 bei durchschnittlich 2,2 % pro Jahr. Daraus lässt sich eine nominale Gesamtwachstumsrate von etwa 6,1 % als Vergleichsmaßstab ableiten. Deutlich höhere Wachstumsraten von bis zu 14,5 % konnten die Sachverständigen aus den von ihnen analysierten Unterlagen nicht ableiten. Der Zahlungsüberschuss der Anteilseigner im Jahre der Ewigen Rente umfasst lediglich die ausschüttungsfähigen Dividenden, während die zusätzlich einbehaltenen Mittel zusätzliches Ergebniswachstum generieren.

Da die implizite Rendite der Thesaurierung aus inflationsbedingtem Wachstum als Quotient des absoluten Wachstums von € 6 Mio. hin zum Jahr der Ewigen Rente, bei der ein absolutes Wachstum von € 8 Mio. angesetzt wurde, und der aufsichtsrechtlichen Thesaurierung in Höhe von € 55 Mio. abgeleitet wird, ergibt sich eine implizite Rendite der Thesaurierung von etwa 14,5 % beim Vergleich mit den geforderten Eigenkapitalkosten. Vor persönlichen Steuern zeigt sich eine implizite Überrendite der inflationsbedingt thesaurierten Mittel, weshalb der Wachstumsabschlag von 2 % keine Wertneutralität, sondern einen werterhöhenden Effekt auf den Ertragswert der International Moscow Bank hat. Durch die Verdichtung der Gesamtwachstumsrate der

entziehbaren Überschüsse in der Ewigen Rente auf etwa 5,5 % zeigt sich, dass dieser Wert in etwa im Bereich der durchschnittlichen nominalen Gesamtwachstumsrate von 6,1 % im historischen Zeitraum von 1996 bis 2005 liegt.

3. Gegen den Ansatz von Sonderwerten in Höhe von € 22 Mio. wurden keine hinreichenden Einwände erhoben, weshalb dieser Wert in den Unternehmenswert einfließen kann, nachdem eine Fehlerhaftigkeit dieses Ansatzes auch sonst nicht ersichtlich ist.

Folglich ermittelt sich der Unternehmenswert der International Moscow Bank folgendermaßen:

IMB Absenkung Basiszinssatz inkl. kompensatorischer Effekte In Mio. €	Ist 25.10.2006	Plan 2006	Plan 2007	Plan 2008	Plan 2009	Plan 2010	Plan 2011	Plan 2012
Jahresüberschuss - originär		**116**	**131**	**168**	**199**	**233**	**274**	**309**
Anpassung Zinsergebnis		**-2**	**-2**	**-3**	**-4**	**-5**	**-5**	**-6**
Jahresüberschuss - nach Anpassung des Zinsergebnis		**114**	**129**	**165**	**196**	**228**	**268**	**303**
Thesaurierung/Kapitalzuführung	-70	-196	-183	-240	-270	-279	-264	-222
Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)		0	0	0	0	0	0	0
Thesaurierung gesamt	**-70**	**-196**	**-183**	**-240**	**-270**	**-279**	**-264**	**-222**
Jahresüberschuss nach Thesaurierung/Kapitalzuführung	**-70**	**-82**	**-53**	**-75**	**-75**	**-51**	**4**	**81**
Zu versteuernde Erträge gem. §8b Abs. 5 KStG	0	0	0	0	0	0	0	4
Steuern gem. §8b Abs. 5 KStG	0	0	0	0	0	0	0	-2
Ausschüttungsfähiger Jahresüberschuss	**-70**	**-82**	**-53**	**-75**	**-75**	**-51**	**4**	**80**
Persönliche Einkommensteuer	0	0	0	0	0	0	-1	-14
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden	**-70**	**-82**	**-53**	**-75**	**-75**	**-51**	**4**	**66**
Dividenden								
Erwartete Nettoausschüttung	-70	-82	-53	-75	-75	-51	4	66
Umrechnungsfaktor	0,97	0,97	0,95	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Nettoausschüttung nach Umrechnung	**-68**	**-80**	**-51**	**-70**	**-70**	**-47**	**3**	**61**
Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)								
Erwartete Nettoausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	0
Umrechnungsfaktor	0,97	0,97	0,95	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Nettoausschüttung nach Umrechnung	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden	-68	-80	-51	-70	-70	-47	3	61
Kapitalisierungszinssatz	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Barwerte	**-68**	**-75**	**-43**	**-55**	**-49**	**-30**	**2**	**33**
Summe der Barwerte aus Dividenden	**591**							
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalisierungszinssatz	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
Barwerte	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

IMB Konvergenzszenario inkl. BZ-Absenkung In Mio. €	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	2017	2018	2019	2020	nachhaltig
Jahresüberschuss	**401**	**402**	**388**	**389**	**390**	**397**	**406**	**414**	**422**
Thesaurierung/Kapitalzuführung	-158	-67	-49	-50	-51	-52	-53	-54	-55
Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)	-42	-134	-145	-145	-144	-147	-150	-153	-156
Thesaurierung gesamt	**-200**	**-201**	**-194**	**-195**	**-195**	**-199**	**-203**	**-207**	**-211**
Jahresüberschuss nach Thesaurierung/Kapitalzuführung	**200**	**201**	**194**	**195**	**195**	**199**	**203**	**207**	**211**
Zu versteuernde Erträge gem. §8b Abs. 5 KStG	10	10	10	10	10	10	10	10	11
Steuern gem. §8b Abs. 5 KStG	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Ausschüttungsfähiger Jahresüberschuss	**196**	**197**	**190**	**191**	**191**	**195**	**199**	**203**	**207**
Persönliche Einkommensteuer	-34	-34	-33	-33	-33	-34	-35	-35	-36
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden	**162**	**162**	**157**	**157**	**157**	**161**	**164**	**167**	**171**
Dividenden									
Erwartete Nettoausschüttung	162	162	157	157	157	161	164	167	171
Umrechnungsfaktor	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Nettoausschüttung nach Umrechnung	**151**	**152**	**147**	**147**	**147**	**150**	**153**	**156**	**159**
Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)									
Erwartete Nettoausschüttung	42	134	145	145	144	147	150	153	156
Umrechnungsfaktor	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Nettoausschüttung nach Umrechnung	**39**	**126**	**136**	**135**	**135**	**137**	**140**	**143**	**146**
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden	151	152	147	147,0	147	150	153	156	159
Kapitalisierungszinssatz	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	7,86%
Barwerte	**73**	**67**	**59**	**54**	**49**	**46**	**42**	**39**	**510**
Summe der Barwerte aus Dividenden									
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Thesaurierung	39	126	136	135,3	135	137	140	143	146

(Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)									
Kapitalisierungszinssatz	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	7,86%
Barwerte	**20**	**58**	**57**	**52**	**47**	**44**	**41**	**38**	**488**

Summe der Barwerte aus Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)	**844**
Ertragswert aus laufendem Geschäft zum 25.10.2006	**1.675**
Sonderwerte	22
Unternehmenswert IMB zum 25.10.2006	**1.697**

4. Dieser Anspruch auf Nachteilsausgleich in Höhe von € 208 Mio. in Bezug auf die Veräußerung der International Moscow Bank ist seit dem 9.1.2007 mit den Kapitalkosten der HypoVereinsbank in Höhe von 8,81 % über 169 Zinstage zu verzinsen, so dass sich für den Nachteilsausgleichsanspruch eine Verzinsung in Höhe von (auf-)gerundet € 9 Mio. errechnet.

   Eine Verzinsung bereits ab dem Tag der Hauptversammlung kann nicht als sachgerecht bezeichnet werden. Darin kann namentlich kein Sondervorteil zugunsten der Antragsgegnerin gesehen werden. Die Verzinsung ab dem 25.10.2006 beruht auf den vertraglichen Vereinbarungen, die aber marktüblichen Konditionen entsprechen, weil der Euribor ein Referenzzinssatz für Termingelder in Euro im Interbankengeschäft ist. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, die Vereinbarung dieses Zinssatzes würde einem Drittvergleich nicht standhalten. Somit liegt weder ein ausgleichspflichtiger Nachteil noch ein Sondervorteil im Sinne des § 243 Abs. 2 AktG vor. Ein Sondervorteil kann immer nur dann angenommen werden, wenn sich seine Gewährung oder Belassung mit einer sachwidrigen Bevorzugung verbindet, was in der Regel nach dem Vergleichsmarktkonzept ermittelt wird (vgl. Schäfer in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 243 Rdn. 79 f.; Noack/Zetzsche in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 243 Rdn. 417 ff.; Schwab in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 243 Rdn. 25; Göz in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., § 243 Rdn. 17). Angesichts der Marktüblichkeit der Verzinsung im Interbankengeschäft auf der Grundlage des Euribor kann nicht davon ausgegangen werden, die Vorteile wären im Rahmen eines normalen Geschäftsverkehrs der Antragsgegnerin nicht zugefallen; eine

derartige Vereinbarung hätte zum selben Zinssatz auch mit einer nicht konzerngebundenen Bank vereinbart werden können.

5. Der von den Sachverständigen für 100 % der Anteile an der International Moscow Bank ermittelte Unternehmenswert von € 1.697 Mio. hält auch einem Multiplikatoren-Vergleich stand.

   a. Bei einem sachgerecht anzusetzenden Kaufpreis von € 1.697 Mio. wäre angesichts des Buchwerts des Eigenkapitals zum 31.12.2005 in Höhe von € 385 Mio. ein impliziter Marktpreis/Buchwert-Multiplikator von 4,4x und bei einem Jahresüberschuss von 85 Mio. im Jahr 2005 ein Kurs-Gewinn-Multiplikator von 20x anzusetzen. Die Untersuchungen der Sachverständigen ergaben, dass diese Multiplikatoren innerhalb einer Bandbreite von Multiplikatoren bei vergleichbaren Transaktionen liegen.

      (1) Dies gilt zunächst für den Erwerb von Aktien der International Moscow Bank. So zahlte die HypoVereinsbank für die von der Nordea Bank Finland PLC gehaltenen 26,44 % der stimmberechtigten Aktien oder 23,42 des Grundkapitals einen Kaufpreis von € 319 Mio., wodurch sich ihr Anteil an den stimmberechtigten Aktien der International Moscow Bank von 52,88 % auf 79,32 % erhöhte.

      Am 28.12.2006 erwarb die Bank Austria Creditanstalt den Anteil der BCEN bzw. VTB-Bank in Höhe von 15,88 % der stimmberechtigten Aktie bzw. von 19,77 % des Grundkapitals der International Moscow Bank gegen Zahlung von insgesamt € 335 Mio., wodurch die HypoVereinsbank ihre Kontrolle über die International Moscow Bank nochmals auf über 95 % der direkt und indirekt gehaltenen Anteile ausweitete. Nach der am 11.1.2017 abgeschlossenen Transaktion zwischen der HypoVereinsbank und der Bank Austria Creditanstalt hielt diese 90,03 % der Anteile an der International Moscow Bank. Bei dem Erwerb der Aktien von der VTB-Bank belaufen sich diese Multiplikatoren auf 4,2x bzw. 18,9 x.

(2) Bei der Transaktion der Nordea Aktien ergab sich auf der Basis von 100 % der Anteile ein Marktpreis/Buchwert-Multiplikator von 3,5x und ein Kurs-Gewinn-Multiplikator von 16,0x.

b. Die Sachverständigen konnten in ihrem Hauptgutachten auch aufzeigen, dass die Multiplikatoren für Geschäfte außerhalb des Konzerns der Antragsgegnerin ebenfalls nicht gegen die Angemessenheit des Unternehmenswertes von € 1.697 Mio. sprechen.

(1) Die am 18.4.2007 bekanntgegebene und im Juli 2007 abgeschlossene Veräußerung eines 95 %-igen Anteils an der russischen Absolut Bank an die KBC group erfolgte zu einem impliziten Marktpreis/Buchwert-Multiplikator von 4,8x und einem impliziten Kurs-Gewinn-Multiplikator von 37,3x.

(2) Weiterhin untersuchten die Sachverständigen Multiplikatoren auf der Basis von Börsenpreisen, woraus sich ebenfalls kein anderes Ergebnis rechtfertigen lässt. Da es sich bei diesen Trading-Multiplikatoren um Minderheitstransaktionen handelt, muss eine Kontrollprämie in Höhe von 18,5 % berücksichtigt werden, um die Vergleichbarkeit mit dem Kaufpreis der IMB-Aktien zu gewährleisten. Nach Anpassung um diese Kontrollprämie lagen die Trading-Multiplikatoren beim Preis-/Buchwert-Multiplikator zwischen 1,4x und 9,0x bei einem angepassten Median von 3,7x und einem angepassten Durchschnitt von 4,1x. Die Kursgewinn-Multiplikatoren schwanken zwischen 12,6x und 47,3x; der angepasste Median beträgt 26,1x, der angepasste Durchschnitt 26,0x.

(3) Implizite Multiplikatoren vergleichbarer Mehrheitstransaktionen von Finanzinstituten in Osteuropa im Zeitraum vom 1.1.2004 bis zum 25.10.2006 lassen gleichfalls keinen Rückschluss auf die Unangemessenheit des tatsächlich anzusetzenden Kaufpreises von 1.697 Mio. zu. Bei insgesamt 17 vergleichbaren Transaktionen betrug der

durchschnittliche Preis-/Buchwert-Multiplikator 2,6x, der durchschnittliche Kurs-Gewinn-Multiplikator 25,4x.

Aus diesen Vergleichswerten muss dann aber die Schlussfolgerung gezogen werden, dass bei einem Kaufpreis von € 1.697 Mio. der Preis-/Buchwert-Multiplikator von 4,4x und ein Kurs-Gewinn-Multiplikator von 20x jeweils innerhalb der Bandbreite der ermittelten Multiplikatoren liegt, wobei diese Werte weder in der Nähe des oberen noch des unteren Rands der Bandbreite liegen. Folglich stellt auch die notwendige Erhöhung des Kaufpreises mit der Folge eines bestehenden Anspruchs auf Nachteilsausgleich einen Kaufpreis dar, der durch die der Plausibilisierung dienende Multiplikatoranalyse bestätigt wurde.

III.

Der HypoVereinsbank steht dagegen für den Kaufpreis von € 83 Mio. für 100 % der Anteile an der HVB Ukraine kein Anspruch auf Nachteilsausgleich zu, weil dieser im Kaufvertrag vom 12.9.2006 vereinbarte Kaufpreis einem Drittvergleich stand hält.

1. Bei der Planung müssen keine Veränderungen vorgenommen werden, weil die entsprechenden Ansätze entsprechend dem bereits dargestellten Prüfungsmaßstab als plausibel bezeichnet werden müssen.

   a. Dies gilt zunächst für die in der Detailplanungsphase angesetzten Steigerungsraten des jeweiligen Jahresüberschusses, auch wenn diese im Vergleich zum Zeitraum der Vergangenheitsanalyse wie auch im Verlauf der Jahre der Detailplanungsphase von 2006 bis 2008 eine rückläufige Tendenz aufweisen.

(1) Die Jahresüberschüsse wurden für die Jahre 2006 bis 2008 mit € 9 Mio., € 11 Mio. und € 12 Mio. geplant. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate beträgt dabei 22 %. Die Plausibilität dieser Ansätze wurde von den Sachverständigen insbesondere aufgrund der Auswertung der makroökonomischen Erwartungen für die Ukraine bejaht. Das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsproduktes der Ukraine wird für die Jahre 2006 bis 2008 mit durchschnittlich 9,3 % p.a. erwartet. Im selben Zeitraum wurde für die Ukraine ein inländisches Kreditwachstum von durchschnittlich 30,7 % und für das Jahr 2009 von 22,3 % erwartet. Das durchschnittliche Ertragswachstum der HVB Ukraine soll in Phase I 26,1 % betragen, also leicht unterhalb des Wertes für die gesamte Ukraine liegen. Allerdings kann nicht außer Betracht bleiben, dass die HVB Ukraine bereits in den Jahren 2004 und 2005 ein Ertragswachstum in Höhe von 41,8 % und 61,5 % erwirtschaftet hatte. Aus den niedrigeren Wachstumsraten der Jahresüberschüsse im Vergleich zum allgemeinen Kreditwachstum lässt sich allerdings kein Rückschluss auf eine zu pessimistische Planung ziehen. Die Profitabilität ist nicht abhängig vom Wachstum der Zinserträge oder gar des erwarteten Kreditwachstums eines Landes, das lediglich als Schätzer für das Wachstum des Zinsertrages als Ertragsgröße herangezogen wurde. Maßgeblich für den Jahresüberschuss vor Unternehmenssteuern und damit die Profitabilität ist bei einer Bank vor allem die Entwicklung des Zinsaufwandes, der Risikovorsorge sowie des Verwaltungsaufwandes. Ein direkt proportionaler Zusammenhang zwischen dem makro-ökonomischen Wachstum des Kreditvolumens und der Jahresüberschüsse der HVB Ukraine lässt sich folglich nicht annehmen. Abgesehen davon liegt bei einer Betrachtung des Zeitraums von 2004 bis 2008 das durchschnittliche Wachstum der Erträge mit durchschnittlich 36,4 % p.a. über dem Wachstum des Kreditvolumens in der Ukraine mit einem Durchschnitt von etwa 30,1 % pro Jahr.

(2) Aus den Ist-Ergebnissen des Jahres 2006 sowie des ersten Quartals des Jahres 2007, die über den Planzahlen liegen, lässt sich die mangelnde Plausibilität der Planzahlen nicht herleiten. Maßgeblich für die

Beurteilung sind nämlich in erster Linie, die zum Stichtag erwarteten, Planzahlungen aus Sicht ex ante. Zwar kann eine signifikante Abweichung zwischen den geplanten Ergebnissen und den ex post tatsächlich realisierten Ergebnissen auf eine unzureichende Berücksichtigung der aus Sicht des Bewertungsstichtages zu erwartenden Entwicklung hindeuten. Davon kann vorliegend indes nicht ausgegangen werden. Die Übertragung der Anteile der HVB Ukraine erfolgte am 30.3.2007. Im Anschluss daran kam es zu einer Verschmelzung der HVB Ukraine und der) am 3.9.2007 zur (
. Damit aber existiert die HVB Ukraine ab dem Geschäftsjahr 2007 nicht mehr in der Form, in der sie von bewertet wurde. Dann aber kann für das gesamte Jahr ein Plan-/Ist-Vergleich konzeptionell nicht mehr zulässig sein und auch nicht eine Plausibilisierung der Planung ermöglichen oder unmöglich machen.

Die Plausibilität der Planansätze für 2006 zeigt sich aber aufgrund einer linearen Hochrechnung auf der Basis des den Sachverständigen vorliegenden Halbjahresabschlusses zum 30.6.2006. Dieses Vorgehen führt zu einem um € 2 Mio. höheren Ergebnis, als in der Planung, was auf den Verwaltungsaufwand zurückzuführen ist. Auch ist diese Planabweichung mit 19,8 % deutlich niedriger als in den Jahren 2003 bis 2005, als die Abweichungen 85,0 %, 27,2 % und 34,6 % betrugen.

(3) Ein deutlich höheres Ergebniswachstum bei der HVB Ukraine in Phase I kann auch nicht über die fehlerhaft unterbliebene Berücksichtigung von Skaleneffekten begründet werden. Die Sachverständigen konnten keine Anhaltspunkte dafür herleiten, wie zusätzliches Skaleneffekte generiert werden könnten. Dies zeigt sich insbesondere schon an dem sehr niedrigen Niveau der Cost-Income-Ratio, dass sich im Planjahr 2008 auf lediglich 40,2 % belaufen soll.

b. Für den Zeitraum von 2009 bis 2015 müssen die Ansätze gleichfalls nicht infrage gestellt werden.

(1) Die Jahresüberschüsse steigen von 2004 bis hin zum letzten Jahr der Konvergenzphase kontinuierlich von € 3 Mio. bis auf € 12 Mio. an. Die Plausibilisierung dieses Ansatzes durch I ; und I ı erfolgte auf der Basis von Vergleichsgrößen, deren Wachstumsannahmen mit Marktdaten abgeglichen werden können. Dazu gehört indes nicht das Wachstum des Jahresüberschusses, wofür es keine korrespondierenden Marktwachstumsdaten gibt. Folglich kann ein Vergleich des Ergebniswachstums mit dem allgemeinen Markt- oder Kreditvolumenwachstum in der Ukraine auch in der Konvergenzphase nicht sachgerecht sein. Als Maßstab zur Plausibilisierung kann allerdings das Kreditvolumenwachstum für die Wachstumsraten des Zinsüberschusses herangezogen werden. Von 2009 bis 2015 berücksichtigte I ein durchschnittliches Wachstum des Kreditvolumens von 9 %, wobei von 2009 bis 2013 ein Wachstum von 10 % vor dem Hintergrund des starken Kreditwachstums bis zum Bewertungsstichtag plausibel sein muss. In den Jahren 2014 und 2015 soll das Wachstum dann auf jeweils 8 % absinken. Das durchschnittliche Kreditvolumenwachstum von 9 % pro Jahr für die gesamte Zeitspanne von 2009 bis 2015 steht zudem in Einklang mit den adjustierten erwarteten Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes für die Ukraine, wobei für den Zeitraum der Detailplanungsphase ein Wachstum von 9,3 % und für das Jahr 2009 9,4 % angenommen wurde. Damit aber berücksichtigt die Bewertung auch einen fortdauernden Kreditboom.

(2) Das durchschnittliche Wachstum des Jahresüberschusses von 5,2 % in diesem Zeitraum mit absoluten Zahlen von € 12,6 Mio. in Jahr 2009, € 13,1 im Jahr 2010, € 13,5 Mio. im Jahr 2011, € 14,6 Mio. im Jahr 2012, € 15,7 Mio. im Jahr 2013, € 16,6 Mio. im Jahr 2014 und € 17,1 Mio. im Jahr 2015 resultiert im Wesentlichen aus der Erhöhung der Risikokostenquote in der Konvergenzphase. Dieser höhere Ansatz war indes geboten, weil bei einem starken Wachstum des Kreditvolumens auch Kredite ausgereicht werden, deren Rückzahlung mit höheren Risiken behaftet ist. Zwar reichen Banken ihre Kredite vorrangig an möglichst kreditwürdige Schuldner aus. Nachdem der Markt einer

bestimmten Bonitätsklasse an Schuldnern aber ausreichend bedient ist, werden weitere Marktsegmente mit tendenziell geringeren Bonitätsklassen erschlossen. Angesichts dessen konnten die Bewertungsgutachter von - worauf die Sachverständigen überzeugend hingewiesen haben – einen Anstieg der Risikokosten ansetzen.

c. Das Absinken des Jahresüberschusses von € 12 Mio. im Jahr 2015 auf € 11 Mio. im Terminal Value ab 2016 ff. um 9,8 % muss nicht angepasst werden, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung der Kammer ergeben hat, auch wenn die Jahresüberschüsse ab 2004 bis zum Ende der Konvergenzphase kontinuierlich von € 3 Mio. im Jahr 2004 auf € 12 Mio. angestiegen sind. Das Absinken auf € 11 Mio. hat seine Ursache im Wesentlichen im Rückgang des nachhaltigen Eigenmittelbeitrages als Teil der sonstigen Zinsüberschüsse. Vor dem Hintergrund der Annäherung der Ukraine an das westeuropäische Niveau reduzierte ; im Übergang zur Nachhaltigkeit die intern geplante Zielkernkapitalquote von 14 % auf 12 %, wodurch das nachhaltige sonstige Zinsergebnis um € 1 Mio. auf € 4 Mio. zurückgeht. Die Rückführung des frei gewordenen Kapitals wurde als bewertungstechnische Sonderausschüttung im Jahr 2016 erfasst und floss mit einem Barwert von € 12 Mio. in das Bewertungskalkül ein. Zudem reduziert sich entsprechend der Thesaurierung von € 5 Mio. auf nachhaltig € 2 Mio. im Jahr der Ewigen Rente.

d. Die Thesaurierungsannahme der HVB Ukraine bedürfen keiner Korrektur. Die Planung der bewertungsrelevanten Thesaurierung basiert auf der Annahme einer Zielkernkapitalquote von 14 % im Zeitraum bis 2015, die sich zu rund 9,3 % aus Kernkapital und zu circa 4,7 % aus Ergänzungskapital zusammensetzt und von 12 % in der Ewigen Rente sowie einer Ausschüttungsquote von 50 % ab dem Geschäftsjahr 2009.

(1) Die Kapitalquoten von 14 % liegen deutlich über der Mindestanforderung von Basel I, jedoch unter der historischen Kapitalquote der Peer Group mit Banken aus zentral- und osteuropäischen Ländern mit 15,8 %. Da allerdings auch hier zu beachten ist, dass die gesetzlichen

Regelungen in den Ländern der Peer Group-Unternehmen unterschiedliche regulatorische Vorgaben machen, sind sie nur schwer mit der HVB Ukraine zu vergleichen. Ein in der Ukraine ansässige Bank war nicht in die Peer Group aufgenommen worden. Folglich kann von der Plausibilität dieser Zielkernkapitalquote ausgegangen werden, wie regulatorisch mit Kapital unterlegt sein muss, das dann nicht zur Ausschüttung zur Verfügung steht.

(2) Die Ausschüttungsquote von 40,7 % im Jahr 2006 sowie von jeweils 50 % ab 2007 und dann auch im Terminal Value bedarf keiner Korrektur. Der auf die markttypische Quote abstellende Ansatz muss als plausibel bezeichnet werden.

2. Der Kapitalisierungszinssatz kann – mit Ausnahme des Basiszinssatzes – unverändert aus der Bewertung von übernommen werden.

a. Beim Basiszinssatz bedarf es einer Herabsetzung von 4,5 % auf 4,25 % vor Steuern, wie bereits unter C. I. 2. a. und C. II. 2. a. eingehend begründet wurde. Die dortigen Überlegungen gelten in gleicher Weise auch bei der HVB Ukraine.

Durch das Absinken des Basiszinssatzes um 0,25 Prozentpunkte vor Steuern kommt es auch bei der HVB Ukraine zu korrespondierenden Effekten beim Fristentransformationsbeitrag und beim Eigenmittelbeitrag, weshalb nach den Ausführungen der Sachverständigen im ersten Ergänzungsgutachten ein positiver Werteffekt von € 300.000,00 verbleibt, was zu einem Unternehmenswert von € 83,2 Mio. statt € 82,9 Mio. führen würde.

b. Der Risikozuschlag war in Anwendung des (Tax-)CAPM entsprechend den Feststellungen im Gutachten von festzusetzen. Dabei begegnet weder die Höhe der Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern noch der Ansatz einer Länderrisikoprämie von 3,2 % in den Phasen I und II sowie von 1,6 % in der Ewigen Rente grundlegenden Bedenken.

(1) Hinsichtlich der Marktrisikoprämie kann in vollem Umfang auf die obigen Ausführungen zur Bank Austria Creditanstalt, wie auch zur International Moscow Bank unter C. I. 2. b. (1) und C. II. 2. b. (1) zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug genommen werden.

(2) Der Ansatz einer Länderrisikoprämie von 3,2 % in der Detail- und der Konvergenzphase sowie von 1,6 5 im Terminal Value bedürfen keiner Korrektur. Vom Grundsatz her gelten dieselben Erwägungen, wie auch bei der International Moscow Bank. Das Abstellen allein auf die im österreichischen Aktienindex notierte Raiffeisen International ist nicht sachgerecht. Deren Beta-Faktor ist nicht geeignet, das Länderrisiko abzubilden. Zudem lässt sich die Raiffeisen International nicht hinreichend mit der HVB Ukraine vergleichen, weshalb aus ihr allein eine Peer Group nicht abgeleitet werden kann. Der Anteil der Bilanzsumme der zugehörigen Raiffeisen Ukraine belief sich zum 30.9.2006 und damit zeitnah zum Bewertungsstichtag auf lediglich 3,15 % der Bilanzsumme der Raiffeisen International. Dann aber kann das Geschäft in der Ukraine nicht prägend für die Risikostruktur der Raiffeisenbank International sein. Neben der Bilanzsumme unterscheidet sich die Raiffeisen International auch hinsichtlich der Zahl der Mitarbeiter und des sehr viel breiteren Osteuroparisikos durch die Tätigkeit nicht nur in der Ukraine deutlich von der HVB Ukraine. Gegen die Vergleichbarkeit spricht weiterhin die niedrigere Cost-Income-Ratio.

Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit die Annäherung der Ukraine an westeuropäisches Niveau die Halbierung der Landesrisikoprämie im Termin Value rechtfertigt oder nicht. Denn eine Erhöhung auf 3,2 % würde sich für die Ermittlung des Unternehmenswerts zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken und könnte daher keinesfalls einen Anspruch auf Nachteilsausgleich für die Hypo Vereinsbank gegen die Antragsgegnerin begründen.

c. Eine Erhöhung des mit 3 % angesetzten Wachstumsabschlages ist nicht gerechtfertigt, wie und überzeugend

begründet haben. Der Wachstumsabschlag in dieser Höhe ist nämlich nicht derjenige aus der Ukraine; vielmehr spiegelt er implizit das Inflationsniveau im Euro-Raum wider. Die Planung wurde in der ukrainischen Landeswährung Griwna (UAH) erstellt und von der Muttergesellschaft mit einem konstanten Wechselkurs von 6,41 UAH/€ in Euro umgerechnet. Um die aktuellen Wechselkursprognosen zu berücksichtigen, adjustierten die Bewertungsgutachter von das jeweilige Ergebnis nach Steuern mit einem nicht angegriffenen Konvertierungsfaktor. Der hier angesetzte Wachstumsabschlag von 3,0 % liegt oberhalb der Inflationsrate des Euro-Raums von 2,2 % im Zeitraum der Jahre von 1996 bis 2005. Folglich kann keinesfalls von einem zu niedrig bemessenen Wachstumsabschlag gesprochen werden.

Demzufolge kann in der Vereinbarung eines Kaufpreises von € 83 Mio. für die HVB Ukraine kein nachteiliges und damit ausgleichspflichtiges Rechtsgeschäft gesehen werden.

IV.

Soweit es um den Kaufpreis von € 78 Mio. für die Veräußerung des 100 %-igen Anteils der HypoVereinsbank an der HVB Bank Latvia AS (im Folgenden auch: HVB Latvia) an die Bank Austria Creditanstalt geht, kann nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme kein Anspruch auf Nachteilsausgleich begründet werden, weil der aus dem Unternehmenswert der HVB Latvia in Höhe von € 35 Mio. vor der Kapitalerhöhung am 14.08.2006 und der an diesem Tag erfolgten Kapitalerhöhung um LVL 27,828 Mio. (etwa € 40 Mio.) zusammengesetzte Kaufpreis auch unter fremden Dritten hätte angesetzt werden können.

1. Die Annahmen der Planungsrechnung für diese Bank müssen nach dem oben dargestellten Grundsatz als plausibel bezeichnet werden. Eine hiervon

abweichende Beurteilung lässt sich insbesondere nicht aus dem Vergleich mit den Ist-Ergebnissen der Jahre 2006 und 2007 mit deutlich besseren Ist-Zahlen herleiten, wie die gerichtlich bestellten Sachverständigen überzeugend begründet haben.

a. Ein Plan-/Ist-Vergleich für das Jahr 2006 macht deutlich, dass für dieses Jahr keine systematischen Planverfehlungen zu erkennen sind, die auf zu pessimistische Planannahmen hindeuten könnten. Der Plan-/Ist-Vergleich für das Geschäftsjahr 2007 zeigt, dass die unangepasste Planungsrechnung im Jahr 2006 in etwa den tatsächlich erzielten Ergebnissen entspricht. Auf Basis des Halbjahresabschlusses zum 30.6.2006 nahmen die Sachverständigen eine Hochrechnung auf das volle Jahr 2006 vor. Abgesehen von den deutlich höheren Risikokosten sind keine wesentlichen Unterschiede zwischen der Hochrechnung und den Planzahlen zu erkennen. Beim Jahresüberschuss kommt es dann sogar zu einer Planverfehlung um etwa € 2 Mio., weshalb die Planergebnisse für 2006 besser sind als die der Hochrechnung auf Basis der Halbjahreszahlen. Demzufolge lassen sich keine Anhaltspunkte identifizieren, die für 2006 auf zu pessimistische und damit unplausible Planannahmen hindeuten würden.

b. Aus den Ist-Zahlen des Jahres 2007 lässt sich mangels Vergleichbarkeit kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planung ziehen. Am 12.9.2006 beschlossen der Vorstand und der Aufsichtsrat neben dem Verkauf der HVB Latvia an die Bank Austria Creditanstalt auch die Übertragung der Aktiva und Passiva der Niederlassungen der HypoVereinsbank in Vilnius und Tallin, die zum 1.3.2007 in die HVB Latvia eingebracht wurden. Die Ergebnisbeiträge für diese beiden Niederlassungen flossen aber nicht in die Planung der HVB Latvia für 2007 ein. Um dennoch eine Plausibilisierung vornehmen zu können, addierten und die Ergebnisbeiträge der beiden Niederlassungen zu den Planzahlen der HVB Latvia und verglichen dies mit dem Ist-Ergebnis im Jahr 2007. Auch wenn bei einer vereinfachten Gegenüberstellung die Planverfehlung beim Jahresüberschuss etwa € 1 Mio. beträgt, kann daraus nicht auf die mangelnde Plausibilität geschlossen werden. Es muss nämlich berücksichtigt

werden, dass durch den Zusammenschluss der drei Banken auch Synergien realisiert werden sollten, die in einer Planung stand alone nicht abgebildet werden konnten.

c. Bei der Ausschüttungs- und Thesaurierungsplanung müssen im Vergleich zur Bewertung von keine Anpassungen vorgenommen werden.

(1) Die HVB Latvia unterstellte in Phase I von 2006 bis 2008 eine Vollausschüttung. Allerdings mussten die Bewertungsgutachter von die originäre Planung der HVB Latvia auf ein in Lettland marktübliches Niveau von 10 % im Sinne der Gesamtkapitalquote anpassen, wodurch entsprechende Thesaurierungen in der Detailplanungsphase erforderlich wurden. Diese Kapitalquote setzt sich zu 7,0 % aus Kern- und zu 3,0 % aus Ergänzungskapital zusammen. Der Ansatz einer Kapitalquote von 10 % liegt zwar um 2 % Punkte über der aufsichtsrechtlichen Mindestanforderung von 8 % für lettische Banken. Allerdings entspricht die unterstellte Kapitalquote von 10 % dem in Lettland marktüblichen Niveau. Auch wenn dies unter dem Durchschnitt der Peer-Group liegt, muss dieser Ansatz als plausibel bezeichnet werden, nachdem die HVB Latvia in ihrem Nischenmarkt vor allem mit lettischen Banken im Wettbewerb stehen wird.

(2) In der Konvergenzphase wie auch in der Ewigen Rente ging von einer Ausschüttungsquote entsprechend der Alternativanlage von 50 % aus. Dabei muss auch hier davon ausgegangen werden, dass dieser Ansatz vertretbar und plausibel ist und folglich keine Veränderungen vorgenommen werden müssen. Dies gilt umso mehr, als die Sachverständigen für ihre Annahme auf die Erkenntnisse der Peer Group der Bank Austria Creditanstalt zurückgriffen, weil sie bei der HVB Latvia aufgrund der schlechten Informationslage aus den Geschäftsberichten der zentral- und osteuropäischen Peer Group-Unternehmen keine belastbare Analyse der historischen Ausschüttungsquote durchführen konnten.

(3) Hinsichtlich der SIA HVB Leasing, an der die HVB Latvia mit 51 % beteiligt war und deren Wert zum Unternehmenswert der HVB Latvia beiträgt, unterstellte für die Detailplanungsphase von 2006 bis 2008 eine vollständige Thesaurierung, die auch in den beiden ersten Jahren der Konvergenzphase 2009 und 2010 fortgeschrieben wurde. Ab dem Jahr 2011 wurde die Ausschüttungsquote auf 50 % angenommen, wodurch sich im Jahr der Ewigen Rente eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 42,8 % errechnete. Angesichts eines Jahresüberschusses von € 1 Mio. in der Ewigen Rente hätte eine Änderung der Ausschüttungsquote nur marginale Einflüsse auf die Unternehmenswert. Eine Vollausschüttung würde entsprechend der obigen Ausführungen zu einer Wertminderung führen und steht zudem im Widerspruch zur Unternehmenswirklichkeit.

2. Korrekturbedarf besteht auch hier beim Kapitalisierungszinssatz insofern, als der Basiszinssatz zu hoch angesetzt wurde.

a. Der Basiszinssatz zum Stichtag 25.10.2006 belief sich auf 4,25 % vor Steuern, wobei zur Vermeidung von Wiederholungen zunächst auf die Ausführungen bei der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt unter C. I. 2. a. Bezug genommen werden kann.

Allerdings müssen auch hier bei der Bewertung kompensatorische Effekte wie bei der Bank Austria Creditanstalt berücksichtigt werden. Dadurch reduziert sich der Zinsüberschuss der HVB Latvia allerdings und damit der positive Effekt aus dem niedrigeren Basiszinssatz um € 1,4 Mio. Ähnlich wie bei Bank Austria Creditanstalt wird somit das Absinken des Basiszinssatzes mit seinen Folgen für den Unternehmenswert durch die gegenläufigen Effekte beim Zinsüberschuss nahezu vollständig ausgeglichen.

b. Kein Korrekturbedarf besteht dagegen beim Risikozuschlag, wobei dies vor allem für die Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % wie auch die Länderrisikoprämie gilt.

(1) Hinsichtlich der Marktrisikoprämie gelten dieselben Überlegungen, wie sie oben zur Bank Austria Creditanstalt und den beiden anderen osteuropäischen Banken dargestellt wurden. Hierauf kann zur Vermeidung von Wiederholungen vollumfänglich Bezug genommen werden.

(2) Da es sich bei der HVB Latvia um eine 100 %-ige Beteiligungsgesellschaft der HypoVereinsbank handelt und sie folglich kein börsennotiertes Unternehmen ist, konnte nicht auf einen originären Beta-Faktor zurückgegriffen werden. Vielmehr war auch hier das unternehmensspezifische Risiko über eine Peer Group abzuleiten. Eine fehlerhafte Abbildung des Beta-Faktors wurde nicht gerügt und ist auch nicht ersichtlich.

(3) Nachdem die baltischen Staaten und damit auch Lettland erst seit dem 1.5.2004 der Europäischen Union angehören, kann es noch als gerechtfertigt angesehen werden, eine Länderrisikoprämie anzusetzen. Angesichts eines Zeitraums von knapp 2 ½ Jahren der EU-Mitgliedschaft bis zum Stichtag, ist noch nicht davon auszugehen, dass sich die Kapitalmärkte in Lettland schon so entwickelt hätten, dass sie westlichen Standards entsprechen würden.

Letztlich kann dies aber offenbleiben, weil selbst der Wegfall der Länderrisikoprämie von 0,3 % in der Detailplanungs- und Konvergenzphase und von 0,2 % in der Ewigen Rente nicht dazu führen würde, dass der Kaufpreis als unangemessen einzustufen wäre und der HypoVereinsbank deshalb ein Anspruch auf Nachteilsausgleich zustehen könnte. Die Sachverständigen haben nämlich in ihrem ersten und dritten Ergänzungsgutachten dargestellt, dass beim Wegfall der Länderrisikoprämie und einer steuerlich günstigeren Ausschüttungsquote von 42,1 % ein positiver Werteffekt von € 2,1 Mio. unter Berücksichtigung der kompensatorischen Effekte beim Basiszinssatz verbliebe. Angesichts des Kaufpreises von € 78 Mio. würde dies zu einer Erhöhung um 2,7 % führen, was einen Anspruch aus §§ 311 Abs. 1, 317 Abs. 1 AktG keinesfalls rechtfertigen könnte.

c. Der auf 2 % angesetzte Wachstumsabschlag kann nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme nicht als zu niedrig bezeichnet werden, auch wenn die Inflationsrate in Lettland deutlich höher liegen wird. Da bei der Bewertung der HVB Latvia für Ausschüttungen von einer fiktiven Vollausschüttung ausgegangen wird, wobei die thesaurierten Beträge vor dem Hintergrund der unterstellten Kapitalwertneutralität über den Wertbeitrag aus Thesaurierung direkt zugerechnet werden, wachsen die Bilanz wie auch die finanziellen Überschüsse lediglich um die Inflation, was durch den Wachstumsabschlag berücksichtigt wird.

Da auch bei der HVB Latvia die ursprünglich in der Landeswährung Lats (LVL) erstellte Planung unter Ansatz eines fiktiven Wechselkurses von € 0,702804/LVL in Euro umgerechnet wurde, spiegelt sich im Bewertungskalkül implizit das Inflationsniveau im Euroraum wider. Die erwartbar höheren Inflationsraten in den osteuropäischen Staaten können infolge der Umrechnung der Planzahlen in Euro keine Rolle spielen. Der Wachstumsabschlag von 2 % entspricht nahezu der historisch beobachtbaren Inflationsrate von 2,2 % für den Zeitraum im Vergleich zum Vorjahr von 1996 bis 2005. Angesichts dessen kann nicht von einem zu niedrigen Wachstumsabschlag gesprochen werden.

Aus diesen Gründen kann der HypoVereinsbank angesichts der Angemessenheit des Kaufpreises kein Anspruch auf Nachteilsausgleich zustehen.

V.

Aus der Veräußerung der unselbstständigen Niederlassung der HVB Vilnius zu einem Kaufpreis von € 10,67 Mio. an die HVB Latvia, der sich aus dem im Kaufvertrag vereinbarten Preis für das Filialgeschäft in Höhe von € 9 Mio. und dem Saldo der zu übertragenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten vom 20. 6.2006 in Höhe von € 1,67

Mio. zusammensetzte, kann kein Anspruch der HypoVereinsbank aus §§ 311 Abs. 1, 317 Abs. 1 AktG hergeleitet werden.

1. Die Planannahmen können nicht als unplausibel bezeichnet werden, weshalb insoweit keine Anpassungen veranlasst sind.

   a. Eine mangelnde Plausibilität der Planung kann nicht aus der Tatsache hergeleitet werden, dass die Planzahlen im Ist der Jahre 2006 und 2007 deutlich übertroffen worden wären. I und I zeigten in ihrem Gutachten auf, dass aus den Differenzen zwischen der Hochrechnung und den Planzahlen keine Anhaltspunkte abzuleiten wären, die auf eine grobe Planübererfüllung hindeuten würden. Für das Jahr 2007 kann es keinen Vergleich zwischen Plan- und Ist-Zahlen geben, weil die HVB Vilnius mit Wirkung zum 1.3.2007 mit Abschluss der Veräußerung an die HVB Latvia in dieser aufging und es folglich keine eigenständige G+V-Rechnung mehr gab, anhand derer ein Plan-Ist-Vergleich sinnvoll durchgeführt werden könnte.

   b. Die Annahmen zur Thesaurierung und Ausschüttung bei der HVB Vilnius, die von I mangels einer expliziten Planung der Risikoaktiva sowie des Eigenkapitals unterstellt wurden, müssen nach den Erkenntnissen der Sachverständigen nicht verändert werden.

      (1) Zur Planung der bewertungsrelevanten Eigenkapitalunterlegung unterstellten die Bewertungsgutachter von eine Gesamtkapitalquote von 11,0 % sowie eine Ausschüttungsquote ab dem Jahr 2009 in Höhe von 50 %, sofern aus regulatorischer Perspektive tatsächlich 50 % des Jahresüberschusses ausgeschüttet werden konnten. Die Kapitalquote liegt mit 11 % um 3 Prozentpunkte über der Empfehlung der Litauischen Zentralbank, die eine Kapitalunterlegung in Höhe von 8 % der risikogewichteten Aktiva vorsieht. Am Kapitalmarkt ist nach den Erkenntnissen der Sachverständigen zu beobachten, dass die Wettbewerber eine Kapitalquote oberhalb der Mindestvorgabe aufweisen und der Ansatz von 11 % dem marktüblichen Niveau in Litauen

entspricht, auch wenn die Quote unterhalb des Durchschnittes der Peer Group für die osteuropäischen Länder von 15,8 % liegt.

(2) Die Ausschüttungsquote muss in Übereinstimmung mit den Feststellungen der Sachverständigen in ihren dritten Ergänzungsgutachten als noch plausibel bezeichnet werden, weshalb keine Herabsetzung auf 42,1 % geboten ist. Eine Vollausschüttung entspricht wiederum nicht den Realitäten und würde sich zudem für die Minderheitsaktionäre nachhaltig auswirken.

2. Mit Ausnahme einer Absenkung des Basiszinssatzes auf 4,25 ,% vor Steuern bedarf der Kapitalisierungszinssatz keiner Änderungen.

a. Der Basiszinssatz zum Stichtag 25.10.2006 belief sich auf 4,25 % vor Steuern, wobei zur Vermeidung von Wiederholungen zunächst auf die Ausführungen bei der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt unter C. I. 2. a. Bezug genommen werden kann.

Die kompensatorischen Effekte, die auch hier zu berücksichtigen sind, führen dazu, dass der positive Effekt der Absenkung des Basiszinssatzes aus dem Bewertungsgutachten von 4,50 % auf 4,25 % vor Steuern weitgehend ausgeglichen wird.

b. Bezüglich der Marktrisikoprämie und der Länderrisikoprämie kann auch die obigen Ausführungen zur HVB Latvia verwiesen werden. Nachdem auch Litauen seit dem 1.5.2014 der Europäischen Union angehört, gelten die obigen Erwägungen hier in gleicher Weise. Ein originärer Beta-Faktor kann mangels Börsennotiz einer unselbstständigen Niederlassung der HypoVereinsbank nicht ermittelt werden.

c. Keiner Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionäre bedarf der mit 2 % angesetzte Wachstumsabschlag. Es gelten im Ausgangspunkt hier dieselben Erwägungen wie bei der HVB Latvia, weil auch hier von einer fiktiven

Vollausschüttung ausgegangen wird. Auch bei der HVB Vilnius erfolgte die ursprüngliche Planung in der litauischen Währung Litas (LTL), die dann unter Anwendung eines fixen Wechselkurses von € 3,4528/LTL in Euro umgerechnet wurde, weshalb wiederum auf die Inflationserwartung im Euroraum abgestellt werden kann. Da auch hier der Wachstumsabschlag nahezu identisch mit der historischen Inflationsrate von 1996 bis 2005 ist, müssen, wie bei der HVB Latvia keine Korrekturen vorgenommen werden.

VI.

Soweit es um die Bewertung der rechtlich unselbstständigen Niederlassung der HVB Tallin geht, die zu einem Kaufpreis von € 71,582 Mio. an die HVB Latvia übertragen wurde, der sich aus dem Preis für das Filialgeschäft in Höhe von € 1 Mio. und dem Saldo aus zu übertragenden Vermögenswerten und Verbindlichkeiten zum 30.6.2006 in Höhe von € 79,582 Mio. zusammensetzt, kann ein Anspruch der HypoVereinsbank auf Nachteilsausgleich wegen eines zu niedrig festgesetzten Kaufpreises nicht bejaht werden.

1. Die Planung bedarf keiner Korrektur, weil sie entsprechend den oben dargestellten Grundsätzen als plausibel eingestuft werden muss.

   a. Die Planannahmen der HVB Tallin können nicht deshalb angepasst werden, nur weil es zu deutlich besseren Ist-Ergebnissen in den Jahren 2006 und 2007 im Vergleich zur Planung gekommen sein könnte. Für das Jahr 2006 stellten die Sachverständigen fest, dass die Planergebnisse besser waren als die Hochrechnung für 2006 auf der Basis des Halbjahresergebnisses zum 30.6.2006. Das Brutto-Betriebsergebnis belief sich nach der Hochrechnung auf € - 0,1 Mio., während der Plan ein positives Brutto-Betriebsergebnis von € 0,2 Mio. vorsah. Dann aber kann kein Rückschluss auf eine zu pessimistische und damit unplausible Planung gezogen werden.

Für das Jahr 2007 muss wie bei der HVB Tallin ein Plan-Ist-Vergleich ausscheiden, weil diese nach den vertraglichen Vereinbarungen im Kaufvertrag mit Wirkung zum 1.3.2007 in der HVB Latvia aufging und somit über keine eigenständige G+V-Rechnung ab diesem Zeitpunkt mehr verfügte.

b. Die Thesaurierungsannahmen müssen als plausibel bezeichnet werden, was insbesondere auch für die bewertungsrelevante Eigenkapitalunterlegung gilt. Da die Planung der HVB Tallin keine explizite Planung der Risikoaktiva wie auch des Eigenkapitals vorsah, mussten hier bestimmte Annahmen getroffen werden. Das in der Niederlassung vorhandene Eigenkapital wurde dabei an das Niveau selbstständig am Markt auftretender Banken angepasst, wobei eine Kapitalquote von 11 % herangezogen werden konnte, die sich zu gleichen Teilen aus Kern- und Ergänzungskapital zusammensetzt. Darauf aufbauend kam es zu einer jährlichen Thesaurierung zur Erreichung bzw. Einhaltung dieser Ziel-Kernkapitalquote. Für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase wurde ab dem Geschäftsjahr 2009 eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt, wobei aus regulatorischer Perspektive tatsächlich 50 % des Jahresüberschusses ausschüttungsfähig sind.

   Die angenommene Kapitalquote der HVB Tallin von 11 % liegt um 1 Prozentpunkt über der aufsichtsrechtlichen Mindestanforderung für estnische Banken von 10 %, was ungeachtet der deutlich höheren Kapitalquote der zentral- und osteuropäischen Peer Group-Unternehmen als nicht unplausibel bezeichnet werden muss.

   In ihrem dritten Ergänzungsgutachten bezeichneten die Sachverständigen die angenommene Ausschüttungsquote von 50 % als vertretbar und damit auch als plausibel, weshalb keine Korrekturen vorgenommen werden können. Bezüglich einer Vollausschüttung gilt dasselbe wie bei den anderen Banken, insbesondere aus dem Baltikum.

2. Der Kapitalisierungszinssatz muss mit Ausnahme des auf 4,25 % vor Steuern abzusenkenden Basiszinssatzes keinen Anpassungen unterzogen werden.

a. Der Basiszinssatz zum Stichtag 25.10.2006 belief sich auf 4,25 % vor Steuern, wobei zur Vermeidung von Wiederholungen zunächst auf die Ausführungen bei der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt unter C. I. 2. a. Bezug genommen werden kann.

Die kompensatorischen Effekte, die auch hier zu berücksichtigen sind, führen dazu, dass der positive Effekt der Absenkung des Basiszinssatzes aus dem Bewertungsgutachten von 4,50 % auf 4,25 % vor Steuern weitgehend ausgeglichen wird.

b. In Bezug auf die Marktrisikoprämie und den unternehmenseigenen Beta-Faktor kann zur Vermeidung von Wiederholungen auf die Überlegungen zur HVB Vilnius oben unter C. V. 2. b. Bezug genommen werden.

Die Sachverständigen haben in ihrem Gutachten auch ausgeführt, warum der Ansatz einer Länderrisikoprämie von 0,2 % in der Detailplanungs- sowie der Konvergenzphase und von 0,1 % im Terminal Value zahlenmäßig gerechtfertigt ist. Dabei bedarf insbesondere die auf der Basis von Anleiherenditen ermittelten Country-Default-Spreads vorgenommene Multiplikation mit dem Faktor 1,5 keiner Korrektur. Dieser Ansatz trägt den im Vergleich zu Anleihemärkten höheren Volatilitäten und damit dem höheren Risiko der Eigenkapitalgeber Rechnung. Daraus resultiert der Aufschlag auf die Country Default Swaps.

Letztlich wird aber auch diese Frage offenbleiben können, da selbst beim Wegfall der Länderrisikoprämie der Kaufpreis nur unwesentlich erhöht würde, nachdem auf den mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert nur ein Anteil von € 1 Mio. oder 1,4 % des Kaufpreises entfiel. Der Wegfall der Länderrisikoprämie kann somit keinesfalls zum Entstehen eines Nachteilsausgleichsanspruchs führen.

c. Der Wachstumsabschlag wurde mit 2 % nicht zu niedrig angesetzt. Hinsichtlich der Methode seiner Ermittlung gelten dieselben Erwägungen, wie bei der HVB Latvia. Die ursprünglich in der lokalen Währung der Estnischen Krone (EEK) erstellte Planung wurde entsprechend der Bindung dieser Währung seit 1993 an die Deutsche Mark und dann an den Euro unter

Anwendung des festen Wechselkurses von € 15,6466 /EEK umgerechnet. Daher spiegelt sich auch hier im Bewertungskalkül das Inflationsniveau im Euroraum implizit wider, weshalb unter Berücksichtigung der historisch beobachtbaren Inflationsrate im Euroraum von 2,2 % im Zeitraum von 1996 bis 2005 beim Wachstumsabschlag mit 2 % kein Korrekturbedarf besteht.

Folglich kann auch bezüglich der HVB Niederlassung Tallin kein Anspruch auf Nachteilsausgleich angesetzt werden.

VII.

In Bezug auf die Activest Gesellschaften muss bei der Activest Deutschland ein Nachteilsausgleich in Höhe von € 49 Mio. bejaht werden, weil die Veräußerung dieser Gesellschaft zu einem Kaufpreis von € 146 Mio. an die Pioneer Global Asset Management S.p.A., Mailand – einer 100 %-igen Tochtergesellschaft der Antragsgegnerin – nicht mehr als angemessen bezeichnet werden kann. Bezüglich der Activest Luxemburg und der Activest Schweiz sind Anpassungen dagegen nicht geboten.

1. Eine Anpassung des Kaufpreises muss hingegen bei der Activest Deutschland vorgenommen werden, bei der der Kaufpreis von € 146 Mio. um € 49 Mio. zu niedrig angesetzt wurde; der angemessene Kaufpreis hätte € 195 Mio. betragen müssen, so dass angesichts einer Differenz von etwa 33,5 % eine Anpassung zwingend erforderlich ist.

   a. Das von _ geplante Ergebnisniveau auf der Ebene des Provisionsüberschusses ist mit € 3 Mio. im Jahr 2006, mit € 11 Mio. im Planjahr 2007 und mit € 13 Mio. im Planjahr 2008 fortzuschreiben. Diese Notwendigkeit beruht vor allem auf der Eliminierung des geplanten Anstiegs der Provisionsaufwendungen. Nicht unberücksichtigt bleiben kann auch, dass

l bereits die Herabsetzung der Provisionserträge um 25 % als zu hoch erachtete und damit bereits in die Unternehmensplanung eingegriffen hatte. Allerdings wurde der Umfang von den gerichtlich bestellten Sachverständigen als immer noch nicht plausibel eingestuft, weshalb die weitere Anpassung zulässigerweise erfolgen musste.

b. Auch hier konnte im Terminal Value eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,5 % sowie derselbe Kapitalisierungszinssatz wie bei der Activest Luxemburg angesetzt werden.

Demgemäß stellt sich die Wertermittlung der Activest Deutschland folgendermaßen dar:

Activest Deutschland				
Simulation	**Plan**	**Plan**	**Plan**	**nach-**
In Mio. €	**2006**	**2007**	**2008**	**haltig**
Provisionsertrag	95	97	101	
davon Publikumsfonds	*63,5%*	*60,2%*	*64,0%*	
davon Spezialfonds	*36,5%*	*39,8%*	*36,0%*	
Provisionsaufwand	-17	-17	-17	
davon Publikumsfonds	*79,3%*	*79,3%*	*79,3%*	
davon Spezialfonds	*20,7%*	*20,7%*	*20,7%*	
Synergien Provisionsüberschuss	0	-6	-12	
Provisionsüberschuss	**78**	**74**	**72**	**73**
Personalaufwand	-33	-34	-35	
Synergien Personalaufwand	1	10	16	
Summe Personalaufwand	**-32**	**-24**	**-19**	**-19**
Sachaufwand	-36	-35	-35	
Synergien Sachaufwand	0	5	10	
Summe Sachaufwand	**-36**	**-29**	**-25**	**-25**
Kosten in % des Provisionsüberschusses	*-87,2%*	*-72,5%*	*-60,8%*	*-61,0%*
Sonstiges betriebliches Ergebnis vor Synergien	6	6	6	
Synergien sonstiges betriebliches Ergebnis	0	0	0	
Summe sonstiges betriebliches Ergebnis	**6**	**6**	**6**	**6**
EBITDA	**16**	**27**	**34**	**35**
Abschreibungen	-3	-3	-3	-3
EBIT	**13**	**24**	**32**	**32**
Finanzertrag	2	2	2	
Finanzaufwand	0	0	0	
Finanzergebnis	**2**	**2**	**2**	**2**
Außerordentliches Ergebnis	-11	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**4**	**26**	**34**	**34**
Ertragsteuern	-2	-10	-13	-13
Steuerquote in %	*-37,5%*	*-37,3%*	*-37,3%*	*-37,4%*

Ergebnis nach Steuern	**3**	**16**	**21**	**21**
Assets-Under-Management (AuM)	**49.033**	**51.512**	**54.119**	**54.931**
Wachstum in %				
davon Publikumsfonds				
davon Spezialfonds				

Activest Deutschland Simulation In Mio. €		**Plan 2006**	**Plan 2007**	**Plan 2008**	**Plan 2009**
Jahresüberschuss		**3**	**16**	**21**	**21**
Thesaurierung		**0**	**0**	**0**	**-11**
davon echte Thesaurierung					-0,3
davon Wertbeitrag aus Thesaurierung		0	0	0	-10
Ausschüttungsfähiger Jahresüberschuss		**3**	**16**	**21**	**11**
Persönliche Einkommensteuer		0	-3	-4	-2
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden		**2**	**13**	**17**	**9**
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Dividenden		2	13	17	9
Periode Stichtag jeweils 31.12.		0,50	1,50	2,50	3,50
Kapitalisierungszinssatz		9,09%	9,09%	9,09%	7,59%
Barwertfaktor		0,96	0,88	0,80	10,60
Barwerte		**2**	**12**	**14**	**93**
Summe der Barwerte aus Dividenden	**121**				
Zu kapitalisierendes Ergebnis aus Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)		0	0	0	10
Periode Stichtag jeweils 31.12.		0,50	1,50	2,50	3,50
Kapitalisierungszinssatz		9,09%	9,09%	9,09%	7,59%
Barwertfaktor		0,96	0,88	0,80	10,60
Barwerte		**0**	**0**	**0**	**110**
Summe der Barwerte aus Thesaurierung (Wiederanlage zu Eigenkapitalkosten)	**110**				
Ertragswert aus laufendem Geschäft zum 30.06.2006	**231**				
Sonderwerte	0				
Unternehmenswert zum 25.10.2006	**231**				

b. Bei den Auswirkungen der Anpassung muss indes beachtet werden, dass eine Anpassung der Provisionsaufwendungen korrespondierend bei der Planungsrechnung für den Gesamtkonzern zu berücksichtigen ist, nachdem die Provisionsaufwendungen der HypoVereinsbank zuzurechnen sind.

Das Provisionsergebnis aus Asset Management wird bei der Planung für den HypoVereinsbank-Gesamtkonzern grundsätzlich in der Division Wealth Management berücksichtigt. Dieser erhöhte Ansatz muss dann aber in die Planung der HypoVereinsbank eingeflossen sein, weshalb die von den Sachverständigen vorgenommenen Korrekturen zu entsprechendem Anpassungsbedarf in der Planungsrechnung der HypoVereinsbank führen. Bei der Bewertung der Activest-Gesellschaften muss der Teil, der von [redacted] und [redacted] hochgerechneten Provisionsaufwendungen, der auf die HypoVereinsbank entfällt, wieder hinzugerechnet werden. Entsprechend den Angaben im Geschäftsbericht der Activest Deutschland konnten die Sachverständigen davon ausgehen, dass auf die HypoVereinsbank 60 % der Provisionsaufwendungen entfielen. Die Tatsache, dass die Planung der Activest Deutschland aus dem Jahr 2006 zum Zeitpunkt der Planerstellung der HypoVereinsbank bereits veraltet gewesen sein muss und diese auf die Ist-Zahlen zum 31.12.2006 aufgebaut haben müsste, spielt für den Umfang der Herabsetzung im Vergleich zum Hauptgutachten keine Rolle, weil es durch die Vorgehensweise der Sachverständigen zu einer Egalisierung kommt.

Demgemäß muss für die Activest Deutschland ein Wert von € 231 Mio. angesetzt werden.

c. Über Multiplikatoren-Ansätze kann entgegen der Einschätzung der Antragsgegnerin nicht auf die Angemessenheit des Verkaufspreises für die Activest Deutschland geschlossen werden. Unter Zugrundelegung eines Verkaufspreises von € 195 Mio. ergibt sich ein Kurs-Gewinn-Multiplikator von etwa 26,1 x. Die beobachtbaren Kurs-Gewinn-Multiplikatoren liegen nach Ansatz einer Kontrollprämie zwischen 15,5 x und 40,1 x bei einem arithmetischen Durchschnitt von 18,0 x und einem Median von 22,7 x. Damit liegt aber auch der angepasste Kaufpreis innerhalb der Bandbreite und etwas oberhalb des Medians. Aus Transaktionsmultiplikatoren kann hier angesichts einer nur eingeschränkten Verfügbarkeit vergleichbarer Transaktionen keine belastbare Aussage für einen Drittvergleich gezogen werden, wie die Sachverständigen in ihrem Hauptgutachten dargestellt haben.

2. Für die Activest Luxemburg, an der die HVB Asset Management Holding GmbH zu 90 % und die HVB Banque Luxembourg – eine 100 %-ige direkte Beteiligung der HypoVereinsbank – zu 10 % beteiligt waren, war ein Unternehmenswert von € 455 Mio. anzusetzen, was im Vergleich den vertraglich vereinbarten Kaufpreis von € 432 Mio. zum 30.6.2006 einen Anstieg um lediglich 5,3 % bedeutet. Damit aber kann entsprechend den obigen Überlegungen unter C. kein Anspruch aus §§ 311 Abs. 1, 317 Abs. 1 AktG begründet werden.

a. Die Planannahmen müssen im Vergleich zu den von) angesetzten Werte korrigiert werden.

(1) Als nicht plausibel angesehen werden muss die in der originären Planung vorgesehene Herabsetzung der Provisionserträge, die mit einem Verweis auf einen steigenden Wettbewerbsdruck namentlich im Publikumsfondgeschäft begründet, nicht aber über ein Preis-Mengengerüst abgebildet wurde. Dieser Ansatz steht indes nach den Ausführungen der Sachverständigen nicht in Einklang mit den Entwicklungen der Branche, wie eine externe Planungsplausibilisierung ergeben hat. Die Daten des Bundesverbands Investment and Asset Management e.V. zeigen für den Zeitraum von 1999 bis 2005 ein durchschnittliches Marktwachstum von 6,8 % p.a. bei Publikumsfonds und von 4,6 % p.a. bei Spezialfonds. Eine Betrachtung ex post belegt in den Jahren 2006 und 2007 weiterhin ein zu beobachtendes stetiges Marktwachstum. Auch der Lagebericht im Jahresabschluss der Activest Luxemburg stellt eine insgesamt positive Branchenentwicklung fest.

(2) Ebenso müssen die Planannahmen für den Anstieg der Provisionsaufwendungen als unplausibel bezeichnet werden. Gerade vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung der Jahre 2003 bis 2005 hält eine signifikante Anpassung der Provisionsaufwendungen, wie sie von vorgenommen wurde, der internen Planungsplausibilisierung nicht stand. Der Anstieg der Provisionsaufwendungen bei der Activest Luxemburg, der nur beispielhaft mit nachhaltig € 26 Mio. aufgeführt wird, muss zum Bewertungsstichtag als nicht hinreichend

konkretisiert angesehen werden. Allein der Hinweis im Lagebericht der Activest Luxemburg auf eine beabsichtigte Integration der Asset Management-Einheiten in den Konzern der Antragsgegnerin genügt hierfür nicht, nachdem dort keine konkrete Aussage in Richtung auf die Neustrukturierung der Provisionszahlungen getroffen wurde. Ebenso wenig lagen den Sachverständigen Beschlüsse von Organen der Activest Luxemburg vor, aus denen sich eine Anpassung der Provisionsaufwendungen für das Planjahr 2016 sowie die restlichen Planjahre hinreichend konkretisieren ließe. Die Sachverständigen wiesen bei ihrer Anhörung darauf hin, dass Activest Luxemburg in der Vergangenheit von 2003 bis 2005 einen Anstieg der Provisionsaufwendungen von 7,7 % verzeichnete. Dies verglichen die Sachverständigen mit den Annahmen der Wirtschaftsprüfer von I die von einem jährlichen Anstieg von 13,6 % ausgingen. Dieser Ansatz konnte auch unter Berücksichtigung der wenig konkreten Aussagen im Liquidationsbericht zur Integration von den Sachverständigen zutreffenderweise nicht nachvollzogen werden. Ebenso wenig gewannen die Sachverständigen Anhaltspunkte zur konkreten Höhe künftiger Zahlungen an die HypoVereinsbank und weiterer Vertragspartner.

Angesichts dessen war in den Jahren 2006 und 2007 eine einmalige Anpassung des Provisionsüberschusses aus Publikumsfonds in Höhe von € 8 Mio., bzw. € 3 Mio. auf € 25 Mio. bzw. € 28 Mio. vorzunehmen, weshalb auch das Niveau der Asset under Management-Rentabilität mit jeweils 0,41 % auf ein plausibles Niveau ansteigt. Gerade das Fehlen einer Verknüpfung zwischen dem Provisionsüberschuss und der Asset under Management-Entwicklung belegt die mangelnde Plausibilität der von angesetzten Planungsrechnung. Aus einem dynamischen Asset under Management-Wachstum in den Jahren 2007 und 2008 konnte indes ohne das Hinzuziehen der Asset under Management-Rentabilität kein Rückschluss auf die für die Unternehmensbewertung wesentlichen Provisionserträge erfolgen.

(3) Beim Eintritt in die Ewige Rente konnten die Sachverständigen von einem nachhaltigen Wachstum von 1,5 % ausgehen, das in diesem Verfahren auch nicht grundlegend infrage gestellt wurde.

(4) Angepasst werden mussten die Ertragsteuern, wobei allerdings in Bezug auf die effektive Steuerquote keine Veränderungen vorzunehmen waren.

b. Die Annahmen von zum Kapitalisierungszinssatz von 9,09 % in den Planjahren 2006 bis 2008, die auf einem Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern und einem Risikozuschlag von 6,33 % beruhen, sowie zum Wachstumsabschlag von 1,5 % im Terminal Value mit der Folge eines nachhaltigen Zinssatzes von 7,59 % sind nach den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Sachverständigen sachgerecht und bedürfen daher keiner Korrektur.

c. Bei der Activest Luxemburg führt die oben beschriebene Anpassung zu einer Korrektur um insgesamt € 231 Mio., woraus sich dann der Kaufpreis von € 455 Mio. errechnet, der aber keine Anspruch auf nachteilsausgleich zu begründen vermag.

3. Für die Activest Schweiz muss in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Sachverständigen keine Anpassung des Kaufpreises von € 22 Mio. vorgenommen werden.

Folglich kann nur bei der Activest Deutschland ein Nachteilsausgleich in die Gesamtbewertung einfließen.

VIII.

Aus der im Januar 2007 erfolgten Veräußerung der Nordinvest für einen Kaufpreis von ca. € 70 Mio. (ohne Mindestvertriebszusagen) an die Pioneer Global Asset Management S.p.A., Mailand resultiert ein Anspruch auf Nachteilsausgleich in Höhe von € 182 Mio.. Die HypoVereinsbank hielt mittelbar 100 % der Anteile der Nordinvest. Die Veräußerung sollte mit wirtschaftlicher Wirkung zum 1.1.2007 erfolgen, wobei der konzerninterne Verkauf mit keinen Mindestvertriebszusagen verbunden war.

a. Bei der Nordinvest musste eine indikative Unternehmenswertermittlung anhand der Asset under Management-Multiplikatoren auf Basis von Börsenmultiplikatoren erfolgen, woraus sich ein Multiplikator von 4,6 x ergibt. Überträgt man diesen auf das von Nordinvest verwaltete Vermögen von € 5,5 Mrd., resultiert daraus der indikative Unternehmenswert der Nordinvest von € 252 Mio.

   Dabei konnte die Auswahl der Unternehmen der erweiterten Peer Group auf die BAM Holding AG, die Rathbone Brothers plc. und die Schroders plc. beschränkt werden, die EBIT/AuM-Margen von 0,38 %, 0,51 % und 0,20 % aufweisen und folglich mit der EBIT/AuM-Marge der Nordinvest von 0,32 % gut vergleichbar sind, während andere Unternehmen aus dem Bereich Asset Management in der Region „European Developed Markets" sehr viel höhere EBIT-AuM-Margen von 0,71 % bei der Ashmore Group PLC und von 0,97 % bei der Azimat Holding S.p.A. aufweisen oder aber deutlich niedriger EBIT/AuM-Margen mit Werten zwischen 0,03 % und 0,18 %, weshalb die erweiterte Peer Group aus neun Unternehmen auf die genannten drei Vergleichsunternehmen verdichtet werden musste. Diesen drei Unternehmen fehlt die Vergleichbarkeit auch nicht deshalb, weil es sich um große internationale Asset Management-Unternehmen handelt, während die Nordinvest ein regional tätiger und kleinerer Vermögensverwalter ist. Wesentlich für die Auswahl der Peer Group ist die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, bei dem ein zum Bewertungsobjekt ähnliches Chancen- und Risikoprofil vorliegen muss. Bei derartigen Asset Management-Gesellschaften ist die Ertragskraft, die in der EBIT/AuM-Marge reflektiert wird, ein wesentlicher Werttreiber. Sie ermöglicht eine Quantifizierung der unterschiedlichen Margenstrukturen bzw. der Ertragskraft oder Rendite. Damit aber relativiert sich der

Einwand in Bezug auf die abweichende Größe, die bei weitem kein so starker Werttreiber ist wie die EBIT/AuM-Marge. Risiken der Nordinvest wie die fehlende Skalierbarkeit ihres Geschäftsmodells, die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen, die Unterscheidung zwischen verschiedenen Fonds, Druck aufgrund erkennbarer Markttrenz im Assetmanagement sowie zunehmende Kosten aufgrund neuer Kommunikations- und Dokumentationsanforderungen betreffen gerade die Ertragskraft bzw. Rentabilität der Nordinvest. Da die Auswahl der Peer Group-Unternehmen gerade auf Basis der Ertragskraft bzw. Rentabilität erfolgte, wurde dem Geschäftsmodell der Nordinvest einschließlich der damit verbundenen Risiken und dem Rentabilitätsniveau dieser Gesellschaft Rechnung getragen. Dem kann auch nicht die Gefahr des Verlustes des wesentlichen Vertriebsnetzes durch die HypoVereinsbank entgegengehalten werden, auch wenn sich diese nicht in dem vergangenheitsorientierten Börsenmultiplikator widerspiegeln sollte. Die Sachverständigen verwiesen nämlich hierzu in ihrem dritten Ergänzungsgutachten überzeugend darauf, dass im Prognosebericht der Nordinvest für das Geschäftsjahr 2006 kein signifikant negativer Einfluss auf den Geschäftsbetrieb und die Ertragslage durch die anstehende Veränderung im Vertriebsnetz aufgeführt wurde. Eine signifikante Veränderung im Sinne eines Abflusses von Assets under Management samt Verschlechterung der Ertragskraft war also gerade nicht absehbar. Demgemäß zeigte auch die Entwicklung im Jahr 2006, dass trotz anstehender Umstrukturierungen die Mittelabflüsse zum Teil durch andere Produkte kompensiert werden konnten und sich die EBIT/AuM-Margen von 0,32 % im Jahr 2005, auf 0,46 % im Jahr 2006 verbesserte.

Bei ihrer Analyse konnten die Sachverständigen auf das Heranziehen von Transaktionsmultiplikatoren verzichten. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass dieser Ansatz angesichts einer nicht ausreichenden Zahl vergleichbarer Geschäfte nicht zielführend ist. Daher lässt sich, wie bei den beiden Activest-Gesellschaften keine belastbare Basis auf der Basis von Transaktionsmultiplikatoren treffen.

b. Zur Plausibilisierung ihres Ansatzes eines indikativen Unternehmenswertes von € 252 Mio. zogen die Sachverständigen den als Quotient aus Unternehmenswert und Jahresüberschuss gebildeten P/E-Multiplikator heran, der bei der von ihnen herangezogenen verdichteten Peer Group bei 18,5x im Median und 21,4x im arithmetischen Mittelwert liegt, wobei jeweils eine Kontrollprämie von 18,5 %

angesetzt wurde. Mit 22,7x für das Jahr 2005 und 17,3x für 2006 lag der P/E-Multiplikator innerhalb der Bandbreite sowohl der gesamten wie auch der eingegrenzten Peer-Group; im Vergleich zum Median der gesamten Peer Group liegt der P/E-Multiplikator der Nordinvest sogar leicht unterhalb des Medians von 23,9x und des arithmetischen Mittels von 26,5x. Der Ansatz einer Kontrollprämie rechtfertigt sich sachlich daraus, dass diese aus der Sicht des Erwerbers zu betrachten ist, der die bereits oben unter C I. 4. eingehend dargestellten Vorteile aus dem Kontrollerwerb erwirtschaften möchte. Das Risiko von Volumenabflüssen, das durch die fehlende Vertriebszusage der HypoVereinsbank bedingt sein soll, hat folglich keinen Bezug zu der Kontrollprämie und ist folglich nicht geeignet, deren Ansatz infrage zu stellen. Die Vertriebszusagen beinhalten ein abstraktes Risiko, das mit den Einflussmöglichkeiten auf die Ausrichtung des Unternehmens als Grund für die Berücksichtigung einer Kontrollprämie in keinem unmittelbaren Zusammenhang steht. Demzufolge steht der HypoVereinsbank ein Anspruch auf Nachteilsausgleich aus §§ 317 Abs. 1, 311 Abs. 1 AktG in Höhe von € 182 Mio. zu.

IX.

1. Zusammenfassend stehen daher der HypoVereinsbank weitere Zahlungsansprüche in Höhe von insgesamt € 458 Mio. als Sonderwert über die erhaltenen Kaufpreise hinaus aus diesen Transaktionen wie folgt zu:

   - Veräußerung der International Moscow Bank: € 208 Mio. zuzüglich Zinsen in Höhe von € 9 Mio.
   - Veräußerung der Nordinvest: € 182 Mio. zuzüglich Zinsen in Höhe von € 8 Mio.
   - Veräußerung der Activest Deutschland: € 49 Mio. zuzüglich Zinsen in Höhe von € 2 Mio..

2. Bei der HypoVereinsbank selbst muss entsprechend den obigen Ausführungen unter B. von einem Unternehmenswert von € 31.697 Mio. ausgegangen werden. Daraus resultiert unter Berücksichtigung der als Sonderwert zu erfassenden Ansprüche auf Nachteilsausgleich entsprechend den Ausführungen unter C. ein Gesamtunternehmenswert von € 32.155 Mio., woraus sich eine rechnerische Abfindung von € 40,07 je Aktie ergeben würde. Diese liegt um etwa 4,73 % über der von der Hauptversammlung festgelegten Abfindung von € 38,26 je Aktie. Dann aber ist eine Erhöhung nicht gerechtfertigt. Einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens kann es unabhängig von der angewandten Bewertungsmethode nicht geben, weil jede in die Zukunft gerichtete Prognose naturgemäß gewisse Unsicherheiten bedingt, die auch im Hinblick auf das Gebote effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Solange die vorgenommene Bewertung nach ihrer Methodik und der zugrunde liegenden Prämissen wie hier mit dem Bewertungsziel in Einklang steht, muss eine gewisse Bandbreite von Werten als noch angemessen angesehen werden. Eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Wenn eine Abweichung des gesamten Unternehmenswertes, wie vorliegend unterhalb von 5 % liegt, lässt sich eine Unangemessenheit der von der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung nicht bejahen (vgl. BayObLG; Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20; OLG München AG 2020, 133, 134, 138 = WM 2019, 2104, 2106, 2117; OLG Stuttgart, AG 2011, 205, 211; OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334 f. = ZIP 2012, 371, 376; AG 2015, 504, 508 = Der Konzern 2015, 378, 387 f.; AG 2016, 551, 555 = ZIP 2016, 716, 719; OLG Düsseldorf WM 2019, 1789, 1795). Gerade der prozentuale Ansatz anstelle von absoluten Werten führt dazu, dass es keinen Unterschied machen kann, ob eine große oder eine kleine Gesellschaft bewertet wird. Besondere Umstände, die eine andere Beurteilung rechtfertigen könnten, sind nicht ersichtlich. Dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass der Börsenkurs der Gesellschaft innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme mit € 33,88 nicht unerheblich unter dem als Abfindung festgesetzten Betrag blieb. Dies gibt zumindest einen gewissen Anhaltspunkt, selbst wenn der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für die Angemessenheit der Barabfindung herangezogen werden sollte, wobei letzteres von der Kammer nicht entschieden werden muss.

Hiergegen lässt sich namentlich nicht einwenden, die Höhe des freien Kapitals stehe fest und sei sicher, weshalb sie bei der Ermittlung der Wesentlichkeitsgrenze außer Betracht bleiben müsse. Wesentlich muss nämlich stets der gesamte Unternehmenswert sein, nicht einzelne Teile davon, weil das gesamte Unternehmen Bewertungsobjekt ist und aufgrund von § 327 b Abs. 1 AktG die Barabfindung die Verhältnisse des Unternehmens insgesamt und nicht die Summe einzelner Teile daraus zu berücksichtigen hat.

3. Aus den von den Antragstellern zu 118) und 119) sowie 256) bis 276) vorgelegten Multiplikator-Bewertungen lässt sich die Unangemessenheit der Barabfindung nicht herleiten.

   a. Das Heranziehen von Multiplikatoren ist im Ansatz bereits nicht geeignet, eine Kompensationsleistung im Sinne einer genau festzusetzenden angemessenen Barabfindung zu bestimmen. Diese Verfahren zielen auf die Ermittlung von Vergleichswerten ab, indem sie anhand unterschiedlicher, vor allem vergangenheitsorientierter Bezugsgrößen wie beispielsweise den Jahresüberschuss, das Betriebsergebnis vor Steuern oder vor Steuern und Zinsen oder den Umsatz eines Unternehmens oder den Buchwert einen Marktpreis schätzen (vgl. OLG Düsseldorf AG 2019, 309, 312; Jonas in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 3.48). Konzeptionell handelt es sich bei den Multiplikator-Verfahren eher um Preisfindungsverfahren, die darauf abzielen, die Einschätzung des Marktes über für vergleichbare Unternehmen erzielbare Preise dazu zu nutzen, eine Abschätzung über den für das Bewertungsobjekt am Markt erzielbaren Preis – den Marktpreis – zu gewinnen. Es handelt sich somit bei ihnen um Verfahren zur Findung eines Preises, der nicht mit dem Wert eines Unternehmens gleichgesetzt werden kann. Sie stellen sich somit als grobe Verkehrswertableitungen dar, die zudem mit erheblichen Prognoseunsicherheiten verbunden sind (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 14 a; Ballwieser in: Festschrift für Großfeld, a.a.O., S. 21, 29 ff.). Daher sind sie nicht geeignet, eine detaillierte Ermittlung des Ertragswertes zu ersetzen, nachdem es sich bei jeglicher

Multiplikatormethode um eine stark vereinfachende Methode handelt, bei der die spezifischen Bedürfnisse des Unternehmens keine Berücksichtigung finden können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.12.2013, Az: 21 W 36/12; OLG München WM 2019, 2104, 2116; LG München I, Beschluss vom 2.12.2016, Az: 5 HK O 5781/15; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 92; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtsandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 11.3 und 11.18 ff.). Daher lassen sie nur bedingt Rückschlüsse auf die entsprechenden Grenzpreise zu.

b. Allerdings können die daraus gewonnen Erkenntnisse sehr wohl zur Plausibilisierung des ermittelten Ertragswertes herangezogen werden (vgl. OLG München WM 2019, 2104, 2116; OLG Düsseldorf AG 2019, 309, 312; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 92; Jonas in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 3.52; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 8. Aufl., S. 437 f.; Ballwieser in: Festschrift für Großfeld, a.a.O., S. 21, 23). Die Sachverständigen haben in ihrem zweiten Ergänzungsgutachten überzeugend dargelegt, dass der mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelte und der Entscheidung tatsächlich auch zugrunde zu legende Unternehmenswert von € 30.699 Mio. – ebenso wie der etwas höhere, der Entscheidung aber nicht zugrunde zu legende Unternehmenswert von € 32.155 Mio. – innerhalb einer Bandbreite denkbarer Multiplikatoransätze liegt.

(1) Angesichts eines Buchwertes des Eigenkapitals ohne Minderheiten und des Unternehmenswertes einschließlich der Sonderwerte aus dem Verkauf des Osteuropa-Geschäfts ergibt sich ein Preis-/Buchwert-Multiplikator von 1,36x. Zum Bewertungsstichtag lagen am Kapitalmarkt beobachtbare Preis-/Buchwert-Multiplikatoren auf Basis täglicher Aktienkurse bei 1,5x. Demgemäß bewertet der Kapitalmarkt die Gesellschaft mit dem 1,5-fachen ihres bilanziellen Eigenkapitals. Der in Anwendung der Ertragswertmethode ermittelte Wert liegt um lediglich 0,14 Prozentpunkte niedriger, während die von den Antragstellern zu 118) und 119) bzw. 256) bis 276) genannten Bewertungen des

Eigenkapitals zum 30.6.2007 bei 2,0x, bzw. 2,6x liegen sollen. Ein solcher Multiplikator war bei der HypoVereinsbank am Kapitalmarkt nur in dem wenige Tage andauernden Zeitfenster zwischen dem 25.9.2006 und dem 29.9.2006 zu beobachten; der von den Antragstellern zu 256) bis 276) aufgrund ihrer Alternativberechnungen angesetzte Multiplikator von 2,6x konnte im gesamten Zeitraum ab dem ersten Quartal des Jahres 2005 nie beobachtet werden.

(2) Auch ein Peer Group-Vergleich unterstützt die Plausibilität des hier gefundenen Unternehmenswertes. Die Bandbreite der Preis-/Buchwert-Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen umfasst einen Bereich von 0,6x bis 3,1x, wobei das obere Ende der Bandbreite ausschließlich von der UBS-Group AG bestimmt wird. Demgegenüber liegt der Preis-/Buchwert-Multiplikator, der dem Gutachten von zugrunde liegt, immer noch in der Bandbreite der Peer Group und ist auch mit den am Kapitalmarkt beobachtbaren Preis-/Buchwert-Multiplikator der HypoVereinsbank in Einklang zu bringen.

(3) Kein anderes Ergebnis rechtfertigt sich über die impliziten Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren, die bei einer angemessenen Abfindung von € 38,26 je Aktie bei 15,3x liegen, wobei dieser Wert auf einer Bereinigung des Konzernjahresüberschusses der HypoVereinsbank um einmalige bzw. endliche Ergebnisbeiträge für die Geschäftsjahre 2005 und 2006 beruht; anderenfalls käme es zu verzerrten impliziten Multiplikatoren. Die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikators zeigt entsprechend den Auswertungen von und eine erhebliche Volatilität aufgrund negativer Quartalsergebnisse im Geschäftsjahr 2005. Diese negativen Quartalsergebnisse führen zu einer eingeschränkten Aussagekraft des Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikators, weil schon bei geringen positiven Jahresüberschüssen hohe Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren aufscheinen. Sie haben zudem darauf hingewiesen, dass insgesamt die Vergleichbarkeit mit den Peer Group-Unternehmen durch unterschiedliche Vorgehensweisen bei der Bildung der Risikovorsorge

oder der Rückstellungsbildung erschwert sein wird, weil dann nämlich das realisierte oder auch prognostizierte Jahresergebnis der einzelnen Kreditinstitute nicht unmittelbar miteinander vergleichbar sein wird. Die Analyse der Sachverständigen zeigt indes auch, dass die Bewertungen durch die Antragsteller zu 118) und 119) sowie zu 256) bis 276) mit Multiplikatoren von 26,3x bzw. 34,7x deutlich oberhalb des Maximums der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen liegen, das im ersten Quartal des Jahres 2006 von der IKB Deutscher Industriebank mit 17,6x ermittelt wurde. Auch die zukunftsgerichteten impliziten Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren, die die Antragsteller zu 118) und 119) sowie zu 256) bis 276) ansetzten, sind nicht geeignet, die Plausibilität der Bewertung der HypoVereinsbank infrage zu stellen. Sie liegen mit 21,8x und 28,7x insbesondere auch deutlich über der Bandbreite der gesamten Peer Group, wobei dies sowohl für den Stichtag als auch für den Zeitraum davor gilt.

b. Nichts anderes gilt für die Multiplikatoren, die bei der Bank Austria Creditanstalt von ı und ; ermittelt wurden.

(1) Die von den Antragstellern zu 118) und 119) sowie zu 256) bis 276) ermittelten Preis-/Buchwert-Multiplikatoren von 2,8x bzw. 3,7x liegen gleichfalls deutlich oberhalb der Bandbreite zum Stichtag und ab dem ersten Quartal des Jahres 2005. Das Maximum lag bei 2,6x, während sich der Median zwischen 1,7x und 1,8x und der arithmetische Durchschnitt zwischen 1,7x und 1,9x bewegte. Zum Stichtag betrug dieser Multiplikator – ausgehend vom Unternehmenswert als Basis des nicht zu erhöhenden Kaufpreises – bereits 2,1x und lag damit sogar leicht über dem Median von 1,7x.

(2) Auch die impliziten Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren bestätigen, dass der Kaufpreis für die Anteile an der Bank Austria Creditanstalt nicht als unangemessen eingestuft werden kann. Die historischen Multiplikatoren auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses lagen bei der Bank Austria Creditanstalt in den Jahren 2005 und 2006 entsprechend

dem Median der insgesamt acht Quartale zwischen 10,8x und 13,4x sowie im arithmetischen Durchschnitt zwischen 10,4x und 13,9x. Damit aber liegt der Kaufpreis mit dem historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikator von 13,3x innerhalb dieser Bandbreiten. Die zukunftsgerichteten Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren lagen bei der Bank Austria Creditanstalt in den acht Quartalen zwischen 9,9x und 15,9x. Zum Bewertungsstichtag ergibt sich nach dem anzusetzenden Kaufpreis ein zukunftsgerichteter Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikator von 11,3x, der wiederum innerhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen mit Mindestwerten von 9,0x und Maximalwerten von 14,9x und bei einem Median und einem arithmetischen Durchschnitt von jeweils 12,3x nur knapp darunter liegt. Demgegenüber liegen die Werte dieser beiden Gruppen von Antragstellern mit 20,6x und 26,9x aufgrund der von ihnen vorgenommenen Bewertungen deutlich oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen, was deutlich gegen die Plausibilität dieser beiden Wertansätze spricht.

D.

I.

Die durchgeführte Beweisaufnahme durch Einschaltung der Sachverständigen - und sowie und hat zusammen mit der Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.

1. Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der von den Sachverständigen getroffenen Feststellungen. Sie haben ihre schriftlichen Gutachten unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen widerspruchsfrei erstellt und ihre Erkenntnisse eingehend, nachvollziehbar und überzeugend begründet. Dabei

haben sie sich intensiv und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen gegen die vorliegenden Unternehmensbewertungen sowie den Einwendungen gegen ihre Feststellungen auseinandergesetzt. Bei der Würdigung ihrer Ausführungen muss insbesondere auch gesehen werden, dass die Sachverständigen weder den Argumenten der Antragsteller noch der Antragsgegnerin jeweils vollumfänglich gefolgt sind. Dies zeigt sich exemplarisch bei der Notwendigkeit von Plananpassungen vor allem bei der Bank Austria Creditanstalt und der International Moscow Bank sowie den Asset Management-Gesellschaften sowie der Berücksichtigung des originären Beta-Faktors beim Risikozuschlag, andererseits aber auch bei den Ausführungen zu erheblichen Teilen der Planung der HypoVereinsbank, bei der Marktrisikoprämie und dem Wachstumsabschlag, wo sie Korrekturen für nicht angebracht hielten. An der Kompetenz der gerichtlich bestellten Sachverständigen zur Beurteilung der anstehenden, durchaus sehr komplexen Fragen hat die Kammer keinerlei Zweifel. Anderenfalls hätten sie sich nicht eingehend schriftlich wie auch mündlich mit den Einwendungen der Verfahrensbeteiligten auseinandersetzen können. Auch kennt die Kammer gerade den Sachverständigen aus einer Reihe anderer Verfahren, in denen er sich äußerst sachkundig mit auch schwierigen Fragen der Unternehmensbewertung auseinandergesetzt hat. Soweit die Sachverständigen im Vergleich zu ihren Ausführungen im Hauptgutachten vereinzelt Korrekturen vorgenommen haben, steht das der Verwertbarkeit ihrer Erkenntnisse nicht entgegen; diese Änderungen lassen namentlich keinen Rückschluss auf fehlende Kompetenz der Sachverständigen zu. Soweit die Kammer den Ausführungen der Sachverständigen zur Berücksichtigung der Genussrechte bei der Bewertung der Bank Austria Creditanstalt nicht folgte, beruht dies auf einer rechtlichen Beurteilung, durch die die betriebswirtschaftlichen Ausführungen zur Bewertung der Genussrechte nicht infrage gestellt wurde.

Die Sachverständigen haben insbesondere auch eine externe Plausibilisierung der von ihnen angesetzten Werte angenommen, indem sie ihre Ergebnisse zur Plausibilität der Plannahmen mit Marktstudien oder Studien wie beispielsweise der QIS 5 der „Deutschen Bundesbank“ oder der Studie zur Ableitung der nachhaltig erzielbaren Erträge aus dem Private-Equity-Geschäft abgeglichen haben.

Soweit es um die Länderrisikoprämie geht, haben die Sachverständigen selbst darauf verwiesen, dass sich hinsichtlich der Berechtigung des Ansatzes einer Länderrisikoprämie noch keine einheitliche Meinung herausgebildet hat. Die Kammer hält mit Blick auf die Kapitalmärkte eine unterschiedliche Beurteilung für gerechtfertigt. Auch dadurch können die Ausführungen der Sachverständigen nicht relativiert werden. Dasselbe gilt für die Beurteilung der Genussrechte der Bank Austria Creditanstalt – hier haben die Sachverständigen selbst darauf hingewiesen, dass es sich dabei um eine Rechtsfrage handelt, die von der Kammer beurteilt werden müssen.

Angesichts dessen konnte sich die Kammer nach nochmaliger eingehender Überprüfung der Aussagen der Sachverständigen deren Erkenntnisse in vollem Umfang zu eigen machen.

2. Die Angaben der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer und – und – in der mündlichen Verhandlung vom 15.4.2010 zu wesentlichen Aspekten, zu denen die gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht beauftragt wurden, können der Entscheidung gleichfalls zugrunde gelegt werden, ohne dass dazu auch ein Sachverständigengutachten hätte beauftragt werden müssen.

   a. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung durch zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts durch vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht

bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21). Die Abfindungsprüfer konnten die Bedenken gegen die Plausibilität dieser Planannahmen, zu denen keine gesonderte Beauftragung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen erfolgte, überzeugend ausräumen.

Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Abfindungsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 e AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Abfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.

b. Soweit zum Teil geltend gemacht wird, die Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer führe zu deren Befangenheit, kann dem nicht gefolgt werden; eine Unverwertbarkeit ihrer Angaben kann daraus nicht abgeleitet werden.

(1) Eine Mitgliedschaft von I s oder im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs.1 bis Abs. 4 HGB, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwertungsverbot ableiten ließe.

(2) Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 15). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus einer Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum für die dem Abfindungsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, wenn namentlich oder in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer tätig wurden und gegebenenfalls auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt haben. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtlich bestellten) Sachverständigen, der in derselben

Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothese aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgetragen, ; oder seien früher mit der Bewertung der HypoVereinsbank AG oder einer ihrer (ehemaligen) Tochtergesellschaften befasst gewesen.

3. Bei der Entscheidungsfindung konnte auch auf die Bewertungsgutachten sowie die mündlichen Äußerungen von von und von im Rahmen der mündlichen Verhandlung vom 10.11./11.11.2021 zurückgegriffen werden. Sie können im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter insbesondere auch von den Sachverständigen einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, soweit sie der Entscheidung zugrunde gelegt wurden.

4. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Beachtung es in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 12 FGG i.V.m. Art. 111 Abs. 1 Satz1 FGG-RG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.

a. Dabei musste insbesondere entgegen der Auffassung einiger Antragsteller keine Anordnung zur Vorlage der Planungsunterlagen oder der Arbeitspapiere der Beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften E und \ in Bezug auf die HypoVereinsbank erfolgen. Die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage für dieses Begehren sind nicht erfüllt.

(1) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5HK O 5711/19; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

(2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von in Bezug auf die HypoVereinsbank und namentlich in Bezug auf die Bank Austria

Creditanstalt sowie der Abfindungsprüfer von ı vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 10), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; OLG München WM 2019, 2014, 2119 f.; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 16.4.2021, Az.

5HK O 5711/19; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 10; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

b. Der Antrag des Antragstellers zu 36) auf vollkommene Offenlegung der strategischen und nicht strategischen Beteiligungen im Einzelnen mit entsprechender Wertangabe und der Art der Berechnung bei der HypoVereinsbank und der Bank Austria Creditanstalt war nicht nachzukommen, weil auch insoweit die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 SpruchG nicht erfüllt sind. Es wurde bereits oben unter B. II. 3. a. auf die Herleitung der Werte der Beteiligungen der HypoVereinsbank hingewiesen, so dass sich daraus bereits die mangelnde Entscheidungserheblichkeit ergibt. In Bezug auf die Beteiligungen der Bank Austria Creditanstalt ist der entsprechende Sachvortrag aus den oben unter C. I. 3. c. (2) genannten Gründen nicht zu berücksichtigen. Folglich kann auch keine Offenlegung der Wertermittlung der einzelnen Beteiligungen der Bank Austria Creditanstalt verlangt werden.

II.

Aus anderen Wertansätzen lässt sich eine höhere Abfindung nicht rechtfertigen.

1. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs der HypoVereinsbank, der in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze-out-Absicht an die Kapitalmärkte am 23.01.2007 bei € 33,88 lag.

   a. 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 Eigentumsschutzes 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.; 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; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (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.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 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; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 105 f.; ebenso Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten

Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

b. Die Frist von drei Monaten endete somit am 22.1.2007. Für diesen Zeitraum ermittelte sich ein volumengewichteter Durchschnittskurs von € 33,88, der deutlich unter dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert lag. Auf nach diesem Zeitpunkt liegende Durchschnittskurse oder einzelne über dem Abfindungsbetrag liegende Tageskurse kann es folglich nicht entscheidungserheblich ankommen.

Von einem längeren Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde, kann bei einer Zeitspanne von wenig mehr als fünf Monaten und damit deutlich weniger als 7 ½ Monaten nicht ausgegangen werden. Ein solcher Zeitraum kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der HypoVereinsbank zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur einer gerade im Bereich des Investmentbanking auch international tätigen Großbank berücksichtigen muss. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 ½ Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; OLG Frankfurt AG 2020, 837, 838 = ZIP 2021, 408, 409 = WM 2011, 593, 595 = Der Konzern 2021, 338, 340; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az: 31 Wx 190/20; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum

eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

c. Da der über dem Börsenkurs liegende Ertragswert zur Bemessung der Barabfindung herangezogen wurde und eine reformatio in peius, also eine Herabsetzung durch den Beschluss, entsprechend den obigen Ausführungen unter C. II. 2. b. (3) (b) ausscheidet, muss die Kammer nicht abschließend darüber entscheiden, ob entsprechend Tendenzen in der jüngeren Rechtsprechung der Oberlandesgerichte und der Literatur (vgl. OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az: 31 Wx 190/20; OLG Frankfurt, NZG 2021, 979, 981 f. = AG 2021, 559, 561 = ZIP 2021, 1434, 1436; Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 39; Schmidt NZG 2020, 1361. 1366; Wasmann AG 2021, 179, 188 ff.; in diese Richtung auch Adolff/Häller in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensberatung, a.a.O., Rdn. 21.90) die Abfindung allein anhand des Börsenkurses zu bestimmen ist, oder ob mit gewichtigen Argumenten aus der Literatur (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/ Körber/Lieder, AktG, a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 50 d und 50 e; Schwetzler in: Festschrift für Großfeld 2019, S. 401, 406 ff.; Happ/Bednarz in: Festschrift für Stilz, 2014, S. 219, 228 ff.) weiterhin davon auszugehen ist, dass der Börsenwert stets nur die Untergrenze einer angemessenen Abfindung markiert, weil bei § 39 BörsG angesichts des beim Delisting gerade nicht eintretenden Verlustes der Aktionärseigenschaft eine nicht vergleichbare Konstellation vorliegt und die verfassungsrechtlich gebotene volle wirtschaftliche Entschädigung nur dann gewährleistet ist, wenn sämtliche verfügbaren und wertrelevanten Informationen zu den Verhältnissen der Gesellschaft als Bewertungsobjekt in die Wertermittlung einfließen, was beim Börsenwert so nicht angenommen werden kann.

2. Über das Argument, die dem freiwilligen Übernahmeangebot zugrunde liegende Angebotsunterlage stelle sich als irreführend und somit falsch dar, weil die Antragsgegnerin entgegen den dortigen vagen Ausführungen bereits Entscheidungen sowohl hinsichtlich des Gesamtumfanges als auch der Einzelschritte der Vollintegration und die beabsichtigte Beseitigung der eigenständigen Leitung der HypoVereinsbank getroffen habe, was zu einem Rechtsverlust nach § 59 WpÜG mit der Folge einer Pflicht zur Rückzahlung der Dividende an die HypoVereinsbank und damit einem berücksichtigungsfähigen Ersatzanspruch führe, kann eine höhere Barabfindung nicht verlangt werden. Die Voraussetzungen des § 59 WpÜG und damit eines Rückzahlungsanspruchs aus § 62 Abs. 1 Satz 1 AktG (so Santelmann in: Steinmeyer, WpÜG, 4. Aufl., § 59 Rdn. 25; Schlitt in: Münchener Kommentar zum AktG a.a.O., § 59 WpÜG Rdn. 46; Bayer in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 62 Rdn. 44) oder aus § 812 Abs. 1 Satz 1 1. Alt. BGB (so Uwe H. Schneider/Rosengarten in: Assmann/Pötsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 3. Auflage, § 59 Rdn. 45; Sven H. Schneider/Uwe H. Schneider ZIP 2006, 493, 498) können nicht bejaht werden.

   a. Rechte aus Aktien, die dem Bieter, mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehören oder aus denen ihm, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen Stimmrechte gem. § 30 Abs. 1 und Abs. 2 WpÜG zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Pflichten nach § 35 Abs. 1 oder Abs. 2 WpÜG nicht erfüllt werden. Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies gem. § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen gem. § 10 Abs. 3 Satz 1 und Satz 2 WpÜG – also durch Bekanntgabe im Internet oder über ein elektronisch betriebenes Informations- und Verarbeitungssystem, das unter anderem bei Kreditinstituten weit verbreitet sein muss – zu veröffentlichen. Aufgrund von § 35 Abs. 2 WpÜG hat der Bieter innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG das Angebot zu veröffentlichen. Diese Vorschriften aus § 35 Abs. 1 und Abs. 2 WpÜG finden indes

auf das freiwillige Umtauschangebot der Antragsgegnerin keine Anwendung, weil diese aufgrund von § 35 Abs. 3 WpÜG von der Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots befreit war. Wird die Kontrolle über die Zielgesellschaft aufgrund eines Übernahmeangebots erworben, besteht nach dieser Vorschrift keine Verpflichtung aus § 35 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 WpÜG.

b. Die Voraussetzungen für diese gesetzliche Befreiung müssen vorliegend bejaht werden. Dies ist dann anzunehmen, wenn die Vorschriften über die Mindestgegenleistung in § 31 WpÜG und der Vollangebotsgrundsatz aus § 32 WpÜG eingehalten wurden (vgl. Santelmann in: Steinmeyer, WpÜG, a.a.O., § 35 Rdn. 120; Schlitt in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 35 WpÜG, Rdn. 255). Demgemäß müssen materiell die Anforderungen des vierten Abschnittes des Wertpapiererwerbs und- Übernahmegesetzes beachtet werden, mithin die Vorgaben aus §§ 29 bis 34 WpÜG. Vorliegend wurde § 31 WpÜG ebenso beachtet wie § 32 WpÜG; auch nach dem Vortrag der Antragsteller zu 256) bis 276) liegt kein Verstoß gegen diese beiden Vorschriften vor. Sollte tatsächlich eine Verletzung von über § 34 WpÜG anwendbaren Vorschriften des dritten Abschnittes gegeben sein, könnte allerdings auch dies keine Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebotes begründen. Für die Befreiung von der Verpflichtung spricht insbesondere die Genehmigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, weil diese regelmäßig dazu führt, dass von der Ordnungsgemäßheit des Übernahmeangebots ausgegangen werden kann, (vgl. Santelmann in: Steinmeyer, WpÜG, a.a.O., § 25 Rdn. 120; Meyer in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, a.a.O., § 35 Rdn. 79; Schlitt in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 35 WpÜG, Rdn. 255). Die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Verpflichtungen aus § 11 Abs. 2 WpÜG über den Inhalt und ergänzende Angaben eines Angebots begründen gleichfalls nicht die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebotes; vielmehr kann der Bieter und der Unterzeichner von den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, auf Schadensersatz in Anspruch genommen werden. Ein erneutes Pflichtangebot kann dann aber nicht als Rechtsfolge in Betracht kommen und wird namentlich von Normzweck des § 35 Abs. 3 WpÜG nicht gefordert. Dieser

besteht darin, dass die Minderheitsaktionäre nach einem freiwilligen Übernahmeangebot mit der Kontrollerlangung des Bieters in der Zukunft rechnen müssen. An einem neuerlichen Angebot haben sie kein schützenswertes Interesse. Demgemäß dient diese Vorschrift auch in erster Linie dem Schutz des Bieters und weniger den Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre (vgl. Schlitt in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 35 Rdn. 252; Meyer in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, a.a.O., § 35 Rdn. 77). Demgemäß wird auch davon ausgegangen, dass Unrichtigkeiten in der Angebotsunterlage oder von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nicht gerügte Mängel den Eintritt der Befreiungswirkung nicht verhindern (vgl. Schlitt in: Münchener Kommentar zum AktG a.a.O., § 35 WpÜG, Rdn. 255 m.w.N.).

2. Über den Liquidationswert kann eine höhere Abfindung nicht begründet werden. Er war wegen fehlender Erheblichkeit aus Rechtsgründen nicht zu ermitteln, weshalb insoweit auch eine Beauftragung der Sachverständigen und unterbleiben konnte.

a. Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 16.4.2019, 5HK O 14963/17; Beschluss vom 25.11.2020, Az. 5HK O 12435/05; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 836).

Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 176; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 8 Rdn. 36 ff.), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen,

wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I AG 2017, 501, 508; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13; Beschluss vom 27.8.2021, Az: 5 HK O 5884/20; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 103; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 6. Aufl., § 34 Rdn. 174; Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner AG 2014, 428, 432 f.). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

b. Für eine Liquidationsabsicht bestehen ebensowenig Anzeichen wie für einen rechtlichen oder tatsächlichen Zwang zur Liquidation oder für die Erwartung dauerhaft negativer Erfolgsaussichten.

3. Der Substanzwert war gleichfalls nicht zu ermitteln. 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; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 11.77; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 1286). Er stellt nämlich 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. 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. Vorhandene Vermögenswerte sind lediglich Mittel

zum Zweck, Zahlungsmittel, Überschüsse zu erwirtschaften, weshalb die Unternehmenssubstanz für den Wert eines auf Gewinnerzielung ausgerichteten Unternehmens regelmäßig nicht maßgeblich sein kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; ZIP 2013, 1664, 1667; AG 2017, 501, 508; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286; Veil/Preißer in: BeckOGK AktG, a.a.O., § 305 Rn. 80; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 822 und 837 f.; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 11.78; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 24.23; Arnold/Rothenburg in: Fleischer/Hüttemann Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 33.58).

E.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. Satz 1 SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren mit Eingang des Antrags beim Landgericht München am 17.9.2008 und somit noch vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 Abs. 1 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl I S. 2586 eingeleitet wurde. Nach dieser Vorschrift ist die Antragsgegnerin Schuldnerin der Gerichtskosten. Für einen hiervon abweichende Beurteilung auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG a.F. kein Anlass, auch wenn es nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung kommen konnte. Dies ergab sich erst aufgrund einer äußerst umfangreichen und zeitaufwendigen Beweisaufnahme. Zudem kann jedenfalls hier auch nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben, dass die Ablehnung der Erhöhung der Barabfindung auf der Grundlage der Rechtsprechung zur Unwesentlichkeit von Abweichungen beruhte. Da die Antragsgegnerin zugesagt hat, trotz erfolgter Antragsrücknahmen einiger

Antragsteller keinen Kostenantrag zu stellen, muss keine abweichende Kostenentscheidung getroffen werden. Nichts anderes gilt für die Antragstellerin zu 193), auch wenn ihr Antrag unzulässig ist. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 SpruchG a.F. insoweit erfüllt wären, als dass eine teilweise Kostentragungspflicht der Antragstellerin zu 193) der Billigkeit entsprechen würde. Es kann nicht davon ausgegangen werden, der Antrag sei bei einer Beurteilung ex ante offensichtlich ohne Erfolgsaussichten war, auch wenn er die Antragsberechtigung nicht nachgewiesen hat. Die Frage, inwieweit eine Verfahrensstandschaft möglich ist, muss mangels eindeutiger gesetzlicher Regelung durch die Rechtsprechung geklärt werden. Dann kann aber gerade bei einer Antragstellerin, die sich bei der Antragstellung nicht durch einen Rechtsanwalt hat vertreten lassen, nicht davon ausgegangen werden, sie könne die Abgrenzung zur Verfahrensstandschaft korrekt vornehmen. Dies gilt umso mehr, als der Nachweis der Antragsberechtigung entsprechend der heute ganz h.M. bei entsprechender Darlegung in der Antragsschrift nachgeholt werden kann (vgl. BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756 ff.; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f. = AG 2004, 301, 302 ff. = ZIP 2004, 1907 ff. = DB 2004, 2092 ff. = BB 2004, 2151 ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551 = ZIP 2008, 1036, 1037; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.5.2018 Az. 5HK O 10044/16; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 3 Rdn. 19; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 3 SpruchG Rdn. 14; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 3 SpruchG Rdn. 16; zweifelnd Wasmann in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 23).

b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F..

(1) Nach dieser Vorschrift ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der

Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon kann vorliegend nicht ausgegangen werden, weil die Anträge in der Sache keinen Erfolg hatten. Die Kammer hält mit Blick auf die nunmehr entgegenstehende Auffassung des Oberlandesgerichts München im Beschluss vom 11.3.2020, Az. 31 Wx 341/17 (AG 2020, 440, 444 f. = ZIP 2020, 761, 762 ff. = WM 2020, 1028, 1034 ff.; ebenso BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20) an ihrer bisher vertretenen Auffassung zur Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin nicht mehr fest. Das Oberlandesgericht München begründet seine Auffassung im Wesentlichen damit, aus der Gesetzgebungsgeschichte (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 18) ergebe sich der Wille des Gesetzgebers, dass im Falle des Unterliegens die Antragsteller ihre Kosten zu tragen hätten. Eine regelmäßige Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin widerspreche danach dem Willen des Gesetzgebers, wonach die Kostentragungspflicht der Antragsteller im Falle des Unterliegens die Regel darstellen soll. Auch weist das Oberlandesgericht München neben diesem Argument darauf hin, das mit der Verteilung verbundene Kostenrisiko sei keinesfalls existenzbedrohend – ein Rechtsschutzverlust ist mit dieser Regelung nicht verbunden, weil sich die Antragsteller im Spruchverfahren nicht zwingend anwaltlich vertreten lassen müssen und an die Antragsbegründungspflicht vergleichsweise niedrige Anforderungen zu stellen sind. Infolge der Berechnung der Anwaltsgebühren auf der Grundlage von § 31 RVG und nicht aus dem vollen Geschäftswert ist das Kostenrisiko zudem überschaubar, weshalb eine unzulässige Verkürzung des Rechtsschutzes nicht angenommen werden kann. Die allgemeiner formulierte Vorschrift des § 81 Abs. 1 FamFG findet angesichts der Spezialregelung in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F., die im Wesentlichen der Neuregelung in § 15 Abs. 2 SpruchG entspricht, keine Anwendung. Besondere Gründe, die eine hiervon abweichende Entscheidung rechtfertigen könnten, sind vorliegend nicht erkennbar.

(2) Der Antragsgegnerin steht indes kein Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsteller zu. Hierfür besteht keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f.= WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 422 = Der Konzern 2012, 199, 211; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Drescher in: BeckOGK SpruchG, a.a.O., § 15 Rdn. 24; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/Lutter, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; Koch, AktG, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 6; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), a.a.O., § 34 Rdn. 49).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a. F., der ausweislich der Übergangsvorschrift des § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG gleichfalls zur Anwendung gelangt. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen, der auch für die Erstattung der Kosten des gemeinsamen Vertreters der nicht als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre maßgeblich ist.

gez.	gez.	gez.
Dr. Krenek Vorsitzender Richter am Landgericht	Porr Handelsrichter	Pütz Handelsrichter

BAYERN LANDGERICHT

Für die Richtigkeit der Abschrift
München, **24.06.2022**

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Dokument unterschrieben
von: Spensberger, Sabine
am: 24.06.2022 12:02