

Branche Banken
Internet www.hvbgroup.com
Börsenkürzel WKN 802 200
 ISIN DE0008022005
 Bloomberg HVMG

Börsenplätze
 Hauptbörsenplätze Xetra und Frankfurt

Aktienanzahl 802.400.000 Stück
Marktkap. EUR 33.740,92 Mio.
Kurs EUR 42,05 (Schlußkurs
 Xetra 25.10.2007)
 52-Wochen- Hoch 43,43
 Tief 31,33

Dividende EUR 0,40
 (zahlbar nach der HV
 2007)

Börsensegment Geregelter Markt

Aktionärsstruktur
 Unicredito Italiano S.p.A. 95,4%
 Streubesitz ca. 4,6%

Termine
 Hauptversammlung 26. und
 27.7.2007

SIGNUM Research GmbH
 Postfach 11 07 13
 40507 Düsseldorf
 info@SIGNUM-Research.com

Wichtig:
 Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf
 mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, München

1. Analyseergebnis

KAUF - Aktuelles Kursziel EUR 75,00

Der Zwangsausschluß der freien Aktionäre der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (HVB) dürfte den bislang spektakulärsten Fall seit Einführung der gesetzlichen Squeeze-Out-Regularien darstellen.

Der Einstieg in diese Spekulation ist der aktuelle Börsenkurs von EUR 42,05, der den vom Großaktionär Unicredito Italiano S.p.A. (UniCredit) garantierten Barabfindungsbetrag von EUR 38,26 nur um ca. 10% übersteigt. Zusätzlich ist die Zahlung eines Erhöhungsbetrags von EUR 2,00 bis 3,50 möglich, um im Rahmen eines Vergleichs die gegen den Squeeze-Out-Beschluß anhängigen Anfechtungsklagen in den nächsten Monaten beizulegen. Der nach der dann vorzunehmenden Handelsregistereintragung verbleibende Kapitaleinsatz ist folglich gering.

Der anvisierte hohe Gewinn aus dem Kauf der HVB Aktie ergibt sich aus dem danach anstehenden Spruchstellenverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Unsere Beispielrechnung ergibt ein Potential der endgültig zu zahlenden Barabfindung von EUR 76,79 zuzüglich Verzinsung ab Handelsregistereintragung.

Auch bei einem über mehrere Jahre dauernden Spruchstellenverfahren ist die Perspektive äußerst attraktiv, denn der ursprüngliche Kapitaleinsatz (Kauf der HVB Aktie) ist zum allergrößten Teil nach Eintragung des Squeeze-Out-Beschlusses, mit der in den nächsten Monaten zu rechnen ist, bereits zurückgeflossen.

Datum der Veröffentlichung: 26.10.2007
 Redaktionsschluß: 25.10.2007

2. Stammdaten - siehe linke Spalte auf Seite 1 dieser Analyse.

3. Bisheriger Ablauf des Verfahrens zum Squeeze-Out der HVB

Der italienische Mehrheitsaktionär der HVB, die Unicredito Italiano S.p.A. oder UniCredit Group, hält mehr als 95% des Aktienkapitals der HVB und damit die Möglichkeit, die Zwangsabfindung (Squeeze-Out) der freien Aktionäre gem. §§ 327 a bis f AktG zu betreiben. Dazu wurde für den 26. und 27. Juni 2007 eine Hauptversammlung der HVB einberufen und ein entsprechender Beschluß mit den Stimmen von UniCredit herbeigeführt. Gegen die Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister stellten freie Aktionäre 120 Anfechtungsklagen bei dem zuständigen Landgericht in München, die eine aufschiebende Wirkung haben. Eine Einigung mittels Vergleich oder eine gerichtliche Entscheidung stehen bislang aus. Als Abfindungspreis hat HVB einen Wert von EUR 38,26 durch den Wirtschaftsprüfer Ernst & Young ermitteln lassen, der vom gerichtlich bestellten Wirtschaftsprüfer Warth & Klein überprüft worden ist.

Auf Antrag freier Aktionäre wurde auf der Hauptversammlung außerdem ein besonderer Vertreter gem. § 247 Abs. 2 AktG gewählt. Dieser soll hauptsächlich den Verkaufspreis der Mehrheitsbeteiligung von 77,53% der HVB an der Bank Austria, die an UniCredit verkauft wurde, aus dem Jahre 2006 überprüfen auf Basis der internen Unterlagen der HVB. Der besondere Vertreter Dr. Heidel soll sein Gutachten innerhalb von 6 Monaten erstellen.

Neben diesen Beschlüssen wurde seitens mehrerer Investmentfirmen kurz vor der beschlussfassenden Hauptversammlung am 26. und 27. Juni 2007 Klage über EUR 17,35 Mrd gegen UniCredit zugunsten der HVB eingereicht. Diese bezieht sich ebenfalls auf den Verkaufspreis Bank Austria und zahlreiche weitere für HVB als nachteilig eingeschätzte Rechtsgeschäfte im Konzernverbund mit UniCredit.

4. Allgemeine rechtliche Situation im Rahmen eines Squeeze-Out Falls

4. a. Recht des Hauptaktionärs

Wenn ein Hauptaktionär direkt oder über von ihm abhängige Unternehmen mindestens 95 % des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien hält, hat er grundsätzlich jederzeit, insbesondere auch in der Liquidation der AG (Urteil des Bundesgerichtshofs vom 18. September 2006, Az.: II ZR 225/04) das Recht, die restlichen Aktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung aus dem Unternehmen zu drängen (nicht jedoch während des übernahmerechtlichen Squeeze-Out – aufgrund des Erwerbs von 30% oder mehr an einer AG) und somit ein Going Private zu vollziehen.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Einen bestimmten Grund braucht der Hauptaktionär dabei nicht, die diversen Gründe sind vielmehr Anlaß für diese gesetzliche Regelung gewesen. Zu erwähnen ist vor allem die Reduzierung des Verwaltungsaufwandes bzw. von Reibungsverlusten durch Anfechtungsklagen von Minderheitsaktionären.

Der Vorteil gegenüber der bei der AG ebenfalls möglichen Mehrheitseingliederung besteht darin, dass die Minderheitsaktionäre keine Aktien des Hauptaktionärs, sondern ausschließlich eine Barabfindung erhalten. Die weitere Alternative der übertragenden Auflösung kann sich aufgrund der uneingeschränkten Anfechtungsgefahr sehr langwierig gestalten.

4. b. Bemessung des Abfindungsanspruchs

Das Gesetz sieht ausschließlich eine Barabfindung vor. Die Gewährung von Anteilen des Hauptaktionärs kann mithin nicht verlangt werden. Die Höhe der Barabfindung hat sich an den wirtschaftlichen Verhältnissen des Unternehmens zum Zeitpunkt der Beschlußfassung über den Squeeze-Out durch die Hauptversammlung zu orientieren. Aus verfassungsrechtlichen Gründen (Eigentumsgarantie, Art. 14 Abs. 1 GG) muß der Verlust der Minderheitsaktionäre voll kompensiert werden. Nur dadurch haben die Regelungen der §§ 327a ff. AktG verfassungsrechtlichen Bestand (BGH, Der Konzern 2006, S. 69). Eine gegen die Squeeze-Out-Vorschriften erhobene Beschwerde bei dem Bundesverfassungsgericht hatte keinen Erfolg (BVerfG, Beschluss vom 30. Mai 2007 - 1 BvR 390/04). Die Abfindung unterliegt vollumfänglich der gerichtlichen Überprüfung nach § 327f AktG in Verbindung mit § 2 SpruchG.

Die wichtigste Bewertungsmethode ist das sog. Ertragswertverfahren, wie es etwa auch bei der Mehrheitseingliederung (§ 320b Abs. 1 S. 3 AktG) Anwendung findet. Maßgeblich ist dabei die Prognose über zukünftige abzuinsende Unternehmenserträge. Zunehmend erlangen auch die Verfahren der Discounted Cash-Flow Bewertung an Bedeutung. Andere Verfahren kommen nur im Einzelfall in Betracht. Bei börsennotierten Gesellschaften spielt der Börsenkurs eine große Rolle. Die Unterschreitung des Börsenkurses kommt nur in Ausnahmefällen in Betracht. Zur Vermeidung von mißbräuchlichen Kursmanipulationen ist auf den durchschnittlichen Kurs der letzten drei Monate abzustellen (Referenzzeitraum, entspricht jenem des § 5 WpÜG-AV). Die Beeinflussung des Gesellschaftswertes kann auch in zulässiger Weise durch den Hauptaktionär erfolgen. So dürfen eventuell bestehende Unternehmensverträge gekündigt werden.

Der Abfindungsanspruch entsteht kraft Gesetzes mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Die Fälligkeit tritt jedoch erst mit Einreichung der Aktien beim Hauptaktionär oder der Clearingstelle - in der Regel der Bank, die auch den Abfindungsanspruch absichert - ein. In der Zwischenzeit ist der Anspruch mit 2 % über dem jeweiligen Basiszinssatz (nach § 247 BGB) zu verzinsen (§ 327b Abs. 2 AktG). Die Geltendmachung eines weitergehenden Schadens ist möglich.

Gemäß § 327b Abs. 3 hat der Hauptaktionär zur Absicherung des Abfindungsanspruchs bereits vor der Einladung zur Hauptversammlung eine entsprechende Erklärung eines Kreditinstituts einzuholen.

4. c. Ausschlußverfahren

Der Hauptaktionär kann in frei gewählter Form den Vorstand der Gesellschaft zur Einleitung des Ausschlußverfahrens auffordern. Bereits vor der Einladung zur entsprechenden Hauptversammlung muß der Abfindungsanspruch besichert sein („Erklärung“ eines Kreditinstituts, § 327b Abs. 3 AktG).

Der Vorstand beruft sodann eine Hauptversammlung zur Beschlussfassung ein. Zu beachten sind die Informationspflichten, etwa die Pflichten nach § 15 WpHG zur Ad-Hoc-Mitteilung durch den Vorstand (Vermeidung des Insiderhandels). Die Einberufung der Hauptversammlung richtet sich nach den §§ 121 ff. mit der zusätzlichen Maßgabe des § 327c AktG (Angaben über den Hauptaktionär und die Höhe der Abfindung).

Der Hauptaktionär beantragt bei dem für die Gesellschaft zuständigen Gericht (Landgericht, Kammer für Handelssachen) die Bestellung eines externen Prüfers (Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft). Dieser wird mit der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung beauftragt. Der Prüfer hat gegenüber der Gesellschaft das in §§ 293d Abs. 1 S. 1, 320 AktG vorgesehene Auskunftsrecht. Die Gesellschaft hat alles offen zu legen, was für die Festlegung der Abfindung von Bedeutung ist. Dazu gehören vor allem Unterlagen zur Unternehmensplanung, zu den Bestandteilen des Vermögens und zur Bewertung von Unternehmensrisiken. Die Prüfung wird von dem Hauptaktionär bezahlt.

Der Hauptaktionär hat einen schriftlichen Bericht einzureichen, wenn nicht sämtliche Minderheitsaktionäre in der Form des § 129 BGB darauf verzichten. In dem Bericht sind die Voraussetzungen der Übertragung und die Angemessenheit der Abfindung zu erläutern und zu begründen. § 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. § 293a Abs. 2 AktG sehen vor, daß bestimmte Tatsachen nicht offenbart werden müssen, wenn Nachteile drohen (sog. Schutzklausel). Insoweit ist eine gerichtlich überprüfbare Abwägung zu treffen. Auf die Berichtslücke und die Gründe für diese ist wiederum in dem Bericht hinzuweisen.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Die Übertragung wird auf der Hauptversammlung beschlossen. Der Beschluß muß die Feststellung der Übertragung der Aktien sämtlicher Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen eine angemessene Abfindung enthalten. Der Hauptaktionär sowie die Höhe der Abfindung sind hinreichend zu bezeichnen, § 327c Abs. 1. Gründe für das Squeeze-Out Verlangen sind nicht anzugeben.

Der Hauptaktionär kann die Hauptversammlung zur Erläuterung des Ausschlußvorhabens nutzen, eine entsprechende Pflicht ist jedoch zu verneinen. Der Vorstand hat den Beschluß bei dem Handelsregister anzumelden. Insoweit bestehen keine Besonderheiten. Zum Anfechtungsverfahren und zum Unbedenklichkeitsbeschluß sogleich unter „Rechtsschutz“.

4. d. Rechtsschutz der Minderheitsaktionäre

Eine Anfechtungsklage kann nicht auf die Unangemessenheit der Abfindung oder auf § 243 Abs. 2 AktG gestützt werden. Insoweit sind die Minderheitsaktionäre auf das Spruchstellenverfahren verwiesen.

Eine Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses ist unter dieser Einschränkung im Übrigen nach den allgemeinen Regeln möglich. So können die Aktionäre die Anfechtung auf eine unzureichende Informationsgewährung stützen. Insbesondere kommt eine Anfechtung in Betracht, wenn kein oder nur ein inkorrektes (etwa ein nicht genau beziffertes, nicht jedoch: unangemessenes) Abfindungsangebot vorliegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung kann – nach durchgeführtem Squeeze-Out (Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister) – im Rahmen eines durch einen ehemaligen Aktionär zu beantragenden Spruchstellenverfahrens gem. §§ 1 - 17 SpruchG gerichtlich überprüft werden. Das Spruchstellenverfahren bewirkt keine Registersperre, ein Unbedenklichkeitsbeschluß ist daher insoweit nicht erforderlich.

5. Bewertung des HVB Barabfindungsbetrags

5. a. Weitere Entwicklung des Squeeze-Out Verfahrens der HVB

Wie unter 3. dargestellt, ist die Eintragung des Squeeze-Out Beschlusses der HVB Hauptversammlung durch Anfechtungsklagen blockiert. Sofern vorab kein Vergleich zustande kommen sollte, entscheidet das Gericht über den möglichen Erhöhungsbetrag auf den Barabfindungsbetrag und die generelle Zulässigkeit des Squeeze-Out Beschlusses bzw. seine mögliche Nichtigkeit. . Der wahrscheinliche Fall dürfte die Festlegung eines Erhöhungsbetrages von mehreren Euro pro HVB Aktie sein.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Dieser Erhöhungsbetrag gleicht die angenommenen Nachteile aus dem Verkauf der Bank Austria an UniCredit unter Verzicht auf ein Auktionsverfahren aus. Da die Beteiligung an der Bank Austria zum Stichtag, dem Zeitpunkt der Beschlußfassung auf der Hauptversammlung, nicht mehr bestand, kann sie im Rahmen des nach Eintragung des Squeeze-Outs anstehenden Spruchstellenverfahrens nicht mehr berücksichtigt werden. Sofern die Klage über EUR 17,35 Mrd im Rahmen der Anfechtungsklagen Relevanz erlangen sollte, macht diese Summe einen Betrag von EUR 21,63 pro HVB Aktie aus.

Sofern das Gericht über die Anfechtungsklagen zu Gunsten der Kläger entscheidet, hat UniCredit das Rechtsmittel des Einspruchs gegen den Gerichtsbeschluß. Möglich wäre in diesem Fall eine Einigung, der UniCredit abschließend zustimmt oder auch eine Ablehnung und endgültige Nichtigkeit des Squeeze-Out Beschlusses. Letzteres dürfte jedoch eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit haben, da UniCredit an der vollständigen Eingliederung der HVB gelegen ist und der Erhöhungsbetrag zunächst nicht an dem Klagebetrag (Schadenersatzklage) von EUR 17,35 Mrd orientieren dürfte.

Wir erwarten, dass sowohl die Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen gegen den Squeeze-Out, alle Klagen im Zusammenhang mit dem Bank Austria Entzug und nicht zuletzt besagte 17,35 Mrd Schadenersatzklage zusammenhängend von der beklagten UniCredit adressiert werden. In zeitlicher Hinsicht wäre eine vergleichsweise Einigung bis Mitte 2008 zu erwarten.

Nach der Einigung mittels Vergleich über die Anfechtungsklagen oder nach einem unangefochtenen Gerichtsbeschluß folgt die Eintragung des Squeeze-Out im Handelsregister und die Auszahlung der Barabfindung von EUR 38,26 zuzüglich eines zu erwartenden Erhöhungsbetrages über mehrere Euro. Somit erlangt der Anleger voraussichtlich einen nahezu vollständigen Rückfluß seiner Investition in die HVB Aktie.

Nachfolgend kommt es zum Spruchstellenverfahren, das mit Sicherheit von mehreren - nun ehemaligen - Aktionären der HVB eingeleitet werden wird. Hierbei dreht es sich um die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der gezahlten Barabfindung und eines weiteren möglichen Erhöhungsbetrages. Zuständig ist wieder das Landgericht in München.

Im Rahmen des Spruchstellenverfahrens werden die Parameter des Bewertungsgutachtens der HVB überprüft werden. Die Parameter orientieren sich in der Regel an ähnlichen Fällen, besonders wenn das gleiche Gericht und die gleichen Richter entscheiden. Der jüngste hier anwendbare Vergleichsfall ist das laufende Spruchstellenverfahren bezüglich des Squeeze-Outs der freien Aktionäre der Contigas AG durch E.ON AG am Landgericht München I. Der Fall Contigas ist ein sinnvoller Vergleich, weil er am gleichen Gerichtsstandort stattfindet und vor allem von personenidentischen Richtern begleitet wird.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

5. b. Bewertung anhand des Falls Contigas

Um nun das Potential einer durch ein Spruchstellenverfahren entstehenden Nachbesserung aufzuzeigen, stellen wir nachfolgend das laufende Spruchstellenverfahren der Contigas AG am Landgericht München I dar (Squeeze-Out durch E.ON AG).

Vor einigen Monaten hat der Vorsitzende Richter den Wirtschaftsprüfer Stüttgen & Haeb beauftragt, ein Sachverständigengutachten zur Bewertung der Contigas AG zu erstellen. Die auf der Hauptversammlung von Contigas beschlossene Barabfindung lag bei EUR 55,00. Ein Vergleich mit den Anfechtungsklägern führte über den Erhöhungsbetrag zu einem Barabfindungsbetrag von EUR 85,00. Das Gutachten wurde kürzlich fertiggestellt und ermittelt einen angemessenen Wert von EUR 99,89. Dies entspricht einer Erhöhung von 81,6% auf den beschlossenen Squeeze-Out Preis und 17,5% Erhöhung zum Vergleichsbetrag von EUR 85,00. Das Spruchstellenverfahren befindet sich bislang in der ersten Instanz und ist noch nicht rechtswirksam entschieden. Es dient lediglich als Vorgabe einer Tendenzanalyse eines zu erwartenden Spruchstellenverfahrens zum Squeeze-Out der HVB.

Die entscheidenden vier durch den Sachverständigen korrigierten wertberechnenden Parameter der Ertragswertberechnung anhand des anzuwendenden Ertragswertverfahrens IDW S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) waren:

1. Basiszinssatz: 4,25 %
2. Marktrisikoprämie: 4,5%
3. Betafaktor (Hier wurde der unternehmenseigene Betafaktor verwandt und nicht der einer Vergleichsgruppe – peer group)
4. Wachstumsabschlag 2 %

Im Rahmen des Squeeze-Out Beschlusses hat die HVB folgende Parameter vorgeschlagen, die sich alle für die Bewertungshöhe ungünstiger auswirken:

1. Basiszinssatz: 4,25 %
2. Marktrisikoprämie: 5,5%
3. Betafaktor (Hier wurde der von einer Vergleichsgruppe von Banken abgeleitete Betafaktor verwandt)
4. Wachstumsabschlag 1 %

Nachfolgend haben wir das Ertragswertmodell nach IDW S1 mit den Daten der HVB und den oben aufgeführten vier Parametern aus dem Contigas Fall nachgebildet. Diese Modellannahmen ergeben einen Barabfindungsbetrag von EUR 76,79 je HVB Aktie.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

HypoVereinsbank AG, Bewertung

Ertragswertbewertung IDWS1

Beta 0,79 (Quelle: Bloomberg)

Profit Mio. €
(nach Steuern)

2005 e	2006 e	2007e	2008 ff
1299	1640	1820	2381
1071,7	1353	1501,5	1964,3

Basiszinssatz
Risiko Prämie
Beta
Wachstumsabschlag
CAPM Zinssatz
Persönlicher Steuersatz 35%
CAPM Zins -/- Pers. Steuern
5,25% -/- Wachstumsabschlag
HV Datum

4,25%
4,50%
0,79
2,00%
7,81%
2,73%
5,07%
3,07%
27.06.2007

Jahr	Profit	Diskont	Diskontfaktor	Werte
31.12.2005	1.072	5,07%	1,0000	1.072
31.12.2006	1.353	5,07%	0,9517	1.288
31.12.2007	1.502	5,07%	0,9058	1.360
2008ff	1.964	3,07%	29,4726	57.894

Summe Ertragswert	61.613
Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte	0
Firmenwert	61.613
Tage bis HV	0
Plus Zins	0
Bewertung zur HV	61.613
Aktienanzahl	802.400
Wert pro Aktie €	76,79

Bewertungsparameter des Ertragswertmodells gemäß IDW S1:

1. Basiszinssatz 4,25% - aktuelle Rechtsprechung, analog zu Contigas.
2. Risikoprämie 4,50% - analog zu Contigas.
3. Beta - es wird das Beta der HVB Aktie verwendet, nicht das einer Vergleichswerte Gruppe.
4. Wachstumsabschlag - hier ist die erwartete Branchenentwicklung, die regionale Tätigkeit und das vermutete Wachstumspotential des Unternehmens zu berücksichtigen.
5. Persönlicher Steuersatz - 35% persönlicher durchschnittlicher Steuersatz unter Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens ergibt einen Abschlag von 17,5% - analog zu Contigas.

Eine Übernahme der vier Parameter ist aus oben genannten Gründen durchaus wahrscheinlich. Lediglich bezüglich des Wachstumsabschlags, der das zukünftige Unternehmenswachstum berücksichtigen soll, wäre eine andere Einschätzung als der Parameter 2% von Contigas für HVB möglich. Im folgenden Abschnitt stellen wir die Ergebnisse des Bewertungsmodells auf Basis möglicher anderer Prozentsätze des Wachstumsabschlags dar.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

5. c. Sensitivität des Bewertungsmodells

Alternativ zu dem Wachstumsabschlag von 2% haben wir mit 1,5% und 1,75% zwei Prozentsätze innerhalb der Bandbreite aus dem HVB Gutachten (1%) und dem Contigas Fall von 2% für das Bewertungsmodell verwendet. Dabei ergeben sich für den Barabfindungsbetrag folgende Werte:

Wachstumsabschlag 1,5% führt zu EUR 66,72
 Wachstumsabschlag 1,75% führt zu EUR 71,39.

Wir halten jedoch die Übernahme der 2% aus dem Contigas Fall für die wahrscheinlichere Variante.

6. Risikoeinschätzung

Da der Abfindungsanspruch aus dem Squeeze-Out Verfahren generell durch eine Bankgarantie besichert ist, erscheint das Zahlungsausfallrisiko sehr gering. Wie unter Punkt 5. dargestellt, ist eine Einigung mit den Anfechtungsklägern bis Mitte 2008 wahrscheinlich. Danach fließt dem Anleger voraussichtlich nahezu der gesamte investierte Betrag zu, sofern der Erhöhungsbetrag mehrere Euro pro HVB Aktie beträgt. Auch dies ist aufgrund der Tätigkeit des besonderen Vertreters als wahrscheinlich einzuschätzen.

Die Zeitdauer des folgenden Spruchstellenverfahrens ist jedoch deutlich unsicherer. Ein durchschnittlich anzusetzender Zeitraum könnte fünf bis zehn Jahre betragen. Dieser Wartefrist steht jedoch die weiterlaufende Verzinsung des Abfindungsbetrags gegenüber. Der Basiszinssatz beträgt aktuell 3,62% zuzüglich eines Aufschlags von 2,00%, somit 5,62%. Insofern ist auch eine längere Dauer des Spruchstellenverfahrens je nach persönlicher Renditeerwartung nicht generell wertmindernd für die erwartete Nachzahlung. Es bleibt aber immer der Nachteil der fehlenden Liquidität und Verfügbarkeit des erwarteten Nachzahlungsbetrags auf den nach der Eintragung des Squeeze-Outs zu zahlenden Barabfindungs- und Erhöhungsbetrages.

Dem Barwert des zu verzinsenden Nachzahlungsbetrags auf die von uns errechnete Barabfindung aus dem Spruchstellenverfahren von EUR 76,79 steht wiederum ein voraussichtlich zeitlich auf ungefähr 12 Monate begrenztes Invest gegenüber. Der maximale Verlust daraus beträgt EUR 3,94 im Falle ohne Erhöhungsbetrag. Im Falle einer vergleichweisen Zahlung eines Erhöhungsbetrages von EUR 2,00 bis 3,50 ist der Verlust aus dem zeitlich begrenzten Invest zur Erlangung des Nachzahlungsanspruchs minimal.

Wichtig:

Bitte lesen Sie den Rechtshinweis und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

Rechtshinweis

Der Rechtshinweis ist Bestandteil dieser Finanzanalyse und sollte unbedingt bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen oder durch sie initiiert werden, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde durch die SIGNUM Research GmbH erstellt. Sie enthält ausgesuchte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse basiert auf allgemein zugänglichen Informationen und Daten („Informationen“), die als zuverlässig gelten. Die SIGNUM Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen ausdrücklich keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der SIGNUM Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, ob direkte oder indirekte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt SIGNUM Research GmbH keine Haftung für die in dieser Analyse enthaltenen Aussagen, Prognosen oder sonstigen Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, Strategien, Wettbewerbs- oder Marktlagen, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Die Erstellung und Verbreitung dieser Analyse untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Analyse gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen informieren und diese befolgen. Obwohl die Analyse sorgfältig erstellt wurde, können Fehler, Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehleinschätzungen nicht ausgeschlossen werden. SIGNUM Research GmbH, ihre Gesellschafter, Angestellten oder freien Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Private Anleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland, die von dem Inhalt dieser Analyse Kenntnis erhalten, sollten vor einer etwaigen Anlageentscheidung mit ihrem Berater prüfen, ob eine in dieser Analyse enthaltene Empfehlung für eine Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist und ob die in der Analyse geäußerten Meinungen geteilt werden. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne unsere schriftliche Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieser Analyse sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten, Wirtschaftspresse, Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Gesellschaften/Emittenten.

Ersteller dieser Analyse:

Uwe Jännert, Geschäftsführer

Verantwortliches Unternehmen: SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Layout: Hans-Peter Zeh, Tettngang

Anlageempfehlung

Kauf: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 10% oder mehr steigt

Halten: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten sich unter Schwankungen tendenziell wenig verändert

Verkauf: Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 10% oder mehr fällt

N/A: Die Einschätzung der Aktie wird ausgesetzt.

Übersicht über unsere Analyseergebnisse für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten

Erstanalyse Datum 26.10.2007

Folgende mögliche Interessenkonflikte sind bei dieser Finanzanalyse zu berücksichtigen. Sie können mit folgenden, in der Analyse genannten Gesellschaften existieren:

Gesellschaft: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG

Zutreffende Nr.: 7

1. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
2. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Nettoverkaufsposition in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
3. Die Finanzanalyse zu dieser Gesellschaft wurde im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von SIGNUM Research GmbH erstellt
4. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Analyse sind
5. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen haben gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder IR-bezogene Dienstleistungen gegenüber dem besprochenen Emittenten erbracht
6. Die Analyse wurde vor Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
7. Der oder die Verfasser dieser Finanzanalyse oder einer ihrer Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft
8. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der SIGNUM Research GmbH und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft
9. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking oder für IR-bezogene Dienstleistungen an.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin),
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Impressum

SIGNUM Research GmbH
Postfach 11 07 13
40507 Düsseldorf
www.signum-research.com

Email

Info@SIGNUM-Research.com

Durch Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.

SIGNUM RESEARCH GMBH