Geschäftsnummer:
32 AktE 46/03 KfH

20.November 2008

Landgericht Stuttgart

32. Kammer für Handelssachen

Beschluss

In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Antrag nach §§ 327 f, 306 AktG a.F.

hat die 32. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Vors. Richter am Landgericht

Handelsrichter

Handelsrichter

beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1 bis 36 gegen die Antragsgegnerinnen Ziff. 1 und 2 werden

   zurückgewiesen.

2. Es wird festgestellt, dass die Antragstellerin ihren Antrag zurückgenommen hat.

3. Die Antragsgegnerin Ziff. 1 trägt die Gerichtskosten, ihre außergerichtlichen Kosten und die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller Ziff. 1 bis 36.

4. Der Geschäftswert wird auf 600.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller verlangen im Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausschlusses als Minderheitsaktionäre der Neckarwerke Stuttgart AG (NWS), der Antragsgegnerin Ziff. 2, durch Übernahme ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin Ziff.1, als Mehrheitsaktionärin (§ 327 a Abs. 1 S. 1 AktG).

Die NWS war 1997 aus dem Zusammenschluss der Neckarwerke Elektrizitätsversorgung, Esslingen, und der Technischen Werke der Stadt Stuttgart AG, Stuttgart, durch die Ausgliederung des gesamten operativen Geschäfts der TWS und dessen Übertragung auf die Neckarwerke Elektrizitätsversorgungs AG gegen Gewährung von Aktien der Neckarwerke Elektrizitätsversorgungs AG hervorgegangen. Das Grundkapital der NWS beträgt 216.064.000,00 € und ist in 8.440.000 Stückaktien eingeteilt, die auf den Inhaber lauten. Die hält unmittelbar und über Tochtergesellschaften 99,45 % am Grundkapital der NWS. Die verbleibenden 46.769 Stückaktien (ca. 0,55 % des Grundkapitals der NWS) befinden sich im Streubesitz. Die NWS-Aktien sind an den Wertpapierbörsen in Stuttgart, Frankfurt am Main, Berlin, Hamburg und München zum amtlichen Handel zugelassen.

Bis zum Bewertungsstichtag war Gegenstand der NWS die Leitung einer Gruppe von Unternehmen sowie die Gründung, der Erwerb und die Verwaltung von Beteiligungen an Unternehmen und die Übernahme der persönlichen Haftung und der Geschäftsführung bei Handelsgesellschaften, die insbesondere in den Wirtschaftszweigen Energie-, Wasserversorgung, Entsorgung, Informationsverarbeitung und Kommunikationstechnik sowie Grundstücksbewirtschaftung und Gebäudemanagement und der Erbringung von Dienstleistungen aller Art tätig waren, namentlich bei der NWS Kraftwerke AG & Co. KG, der NWS Regional AG & Co. KG, der NWS Energie-Vertriebs AG & Co. KG, der NWS Kundenservice AG & Co. KG, der NWS Service AG & Co. KG sowie der NWS Grundstücksmanagement GmbH & Co. KG. Die NWS war die Obergesellschaft des NWS-Konzerns. Das operative Geschäft des NWS-Konzerns wurde durch die oben genannten sechs Tochtergesellschaften ausgeübt.

Das Geschäftsfeld Energie/Sparte Strom umfasst das Stadtgebiet Stuttgart, weite Teile des Mittleren Neckarraums, vor allem die Städte Böblingen, Ludwigsburg, Esslingen, Göppingen, Kirchheim und Metzingen. Zur Sicherung der Stromversorgung ist die NWS an der Kraftwerke Obrigheim (KWO) und der Gemeinschaftskernkraftwerke Neckar GmbH (GKN) beteiligt, ebenso an der Heizkraftwerke Neckar GmbH (HKN) und der Heizkraftwerk Stuttgart GmbH, die Fossil befeuerte Heizkraftwerke betreiben. In den Kernkraftwerken Neckarwestheim und Obrigheim werden ca. 74 % des Strombedarfs der NWS erzeugt, der restliche Bedarf in konventionellen Kraftwerken oder Heizkraftwerken. Bei der Sparte Gas wird das Erdgas hauptsächlich von der GVS bezogen und über eigene Leitungen verteilt. Dazuhin betätigt sich die NWS über ihre Tochtergesellschaft Thermogas Gas- und Gerätevertriebs GmbH im Vertrieb von Flüssiggasen einschließlich der Planung und dem Bau von Verbrauchsanlagen. Bei der Sparte Fernwärme wird diese in Stuttgart in den Kraftwerken Münster, Gaisburg, Feuerbach und den Heizkraftwerken 1 und 2 in Altbach/Deizisau erzeugt. Das Geschäftsfeld Wasser umfasst das Wasserversorgungsgebiet der Stadt Stuttgart. Das Trinkwasser bezieht die NWS überwiegend von den beiden großen Zweckverbänden BWV und LWV, an denen die NWS beteiligt ist. Zu den Geschäftsfeldern Dienstleistungen gehört die Telekommunikation und sonstige Dienstleistungen.

Zwischen der NWS und der besteht seit Mitte des Jahres 2000 durch einen Rahmenvertrag eine enge Kooperation. Gemeinsam mit dem Rahmenvertrag wurde mit der NWS am 20.07.2000 ein Vertrag über die Ausgestaltung der unternehmerischen Führung der NWS durch die (Beherrschungsvertrag), ein Kooperationsvertrag zur energiewirtschaftlichen Zusammenarbeit und eine Vereinbarung zur Sicherung der Arbeitsplätze und der Standorte abgeschlossen. Durch diese Verträge sollten sich Synergiepotentiale erschließen und sich im Energiemarkt die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen. Zentrale Zielsetzung war hierbei die Sicherstellung der Auslastung und Optimierung der Erzeugungsanlagen von NWS und und die Sicherung der Marktanteile der NWS im liberalisierten Strommarkt. Im Rahmen der Vereinbarung verkauft die NWS ihre gesamte Jahresproduktion an die Die abgegebenen Mengen werden entsprechend vertraglich fixierter Vereinbarungen vergütet. Zur Deckung des Strombedarfs der NWS bezieht diese den Strom von der . Die von der bezogene Menge entspricht dabei der Vertriebsabsatzmenge der NWS.

Die als Hauptaktionär der NWS, mit Sitz in Karlsruhe, ist die Obergesellschaft der -Gruppe, wobei die Tochtergesellschaften das operative Geschäft führen.

Durch Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung der NWS vom 15.04.2003 wurden die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin übertragen gegen eine Abfindung der in Höhe von 396,50 € je Aktie der NWS. Grundlage der Barabfindung war eine von der im Auftrag der durchgeführte Unternehmensbewertung, die Eingang in den Bericht der und NWS vom 19.02.2003 fand. Die erstellte am 19.02.2003 aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 28.11.2002 den Vertragsprüfbericht.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 23.05.2003 ins Handelsregister eingetragen und im Bundesanzeiger am 28.05.2003 bekannt gemacht.

Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs in den drei Monaten vor der Hauptversammlung betrug 405,31 € und in den drei Monaten vor der Ad-hoc-Mitteilung (26.11.2002) 355,17 €.

Die Antragsteller tragen vor, der Ausgleich in Höhe von 396,16 € je Aktie sei unangemessen niedrig. So könne die zutreffende Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse nicht überprüft werden, da die Angaben hierzu im Bericht bzw. Prüfgutachten nicht ausreichend seien (Antragsteller). Deshalb müsse die Vergangenheitsbereinigung kritisch überprüft werden, damit diese eine vernünftige Basis für die Zukunft darstellen könne. Zudem seien einige Bereinigungen nicht nachvollziehbar (Antragsteller). Zudem (Antragsteller) zeige ein Vergleich der Umsatzerlöse für das Geschäftsjahr 2002 und den Zeitraum der ewigen Rente die Unterstellung „einer ewigen normalen Stagnation", was sich zu Lasten der Minderheitsaktionäre auswirke, denn der deutsche Gasmarkt sei nach Größe und Wachstum der interessanteste in Europa. So spiegelten die Planzahlen die Wachstumschancen nicht wieder (Antragsteller). Vielmehr sei mit kontinuierlich wachsenden Erlösen von ca. 4 bis 5 % im Strombereich künftig zu rechnen, während die Gassparte sogar noch wesentlich schneller wachsen werde (Antragsteller). So ergebe sich durch das Ansteigen des künftigen Ölpreises auch entsprechend verbesserte Chancen für den Gasabsatz. Auch seien

Synergievorteile im Hinblick auf den Personalaufwand für den Zeitraum der ewigen Rente nicht zureichend berücksichtigt (Antragsteller). Die Pensionsrückstellungen seien zu hoch angesetzt worden. Wegen Nichtbewertung von Beteiligungsunternehmen sei der Unternehmenswert nicht nachvollziehbar (Antragstellerin), und Beteiligungsergebnisse, die nicht von verbundenen Unternehmen stammten, seien nicht ordnungsgemäß erfasst (Antragsteller). Die Darstellung von Planbilanzen für das Finanzergebnis fehle (Antragsteller). Der Basiszins bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sei zu hoch (Antragsteller

und der Vertreter der außen stehenden Aktionäre). Ebenso sei der Risikozuschlag überhöht (Antragsteller), und für die Festlegung des Betafaktors sei trotz eines hinreichend hohen Handelsvolumens in Aktien der NWS nicht nur die NWS-Aktie selbst, sondern eine Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ermittlung herangezogen worden, obwohl deren Betafaktor nicht verwertbar sei (Antragsteller). Auch sei die für das nachhaltige Ergebnis unterstellte Wachstumsrate zu gering (Antragsteller). Die Berücksichtigung von persönlichen Steuern mittels eines typisierten Einkommenssteuersatzes von 35 % sei nicht gerechtfertigt (Antragsteller). Außerdem bestünden Bedenken gegen die zutreffende Bewertung der Tochtergesellschaften, die Kernkraftwerke betreiben, denn für den Zeitraum der ewigen Rente (ab 2007) sei ein teurerer Bezug von Ersatzenergie berücksichtigt worden, während Vorteile, die sich aus der Anlage erheblicher infolge Rückstellungsnotierung gebundener liquider Mittel ergeben, nicht erfasst seien (Antragsteller). Deshalb müsse eine Neubewertung im Zusammenhang mit der gesonderten Bewertung der Kernkraftwerkbeteiligungen erfolgen (Antragsteller). Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens könne nicht nachvollzogen werden (Antragsteller Vertreter der außen stehenden Aktionäre) und eine Überprüfung der Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wegen der Ausgliederung des Immobilienvermögens sei erforderlich (Antragsteller). Ebenso sei die Bewertung der Immobilie Kriegsberg-/Lautenschlager-/Kronenstraße bzw. Bolzstraße als betriebsnotwendiges Vermögen unzutreffend (Antragsteller). Der Börsenkurs sei bei der Ermittlung der Abfindung nicht hinreichend beachtet worden (Antragsteller). Auch habe die aufgrund des Beherrschungsvertrages vom 20.07.2000 geltende jährliche Garantiedividende von 13,61 € je Aktie keine Berücksichtigung im Bewertungsgutachten gefunden (Antragsteller).

Die Antragsgegnerinnen sind der Ansicht (vgl. hierzu insbesondere die Schriftsätze vom 13.04.2005 und 11.09.2008), dass die Unternehmensbewertung und die Barabfindung zutreffend ermittelt worden seien.

Der Sachverständige

erstattete

aufgrund des Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 09.12.2003 am 17.12.2007 ein Sachverständigengutachten über den Wert der Aktien der NWS und der daraus resultierenden Barabfindung. In der mündlichen Verhandlung vom 30.09.2008 hat der Sachverständige sein Gutachten auf weitere Fragen der Parteien erläutert. Auf das Protokoll wird Bezug genommen.

II.

1. Zulässigkeit der Anträge:

   Alle Antragsteller haben innerhalb der Fristen des § 327 f. Abs. 2 AktG a. F. (zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 des Handelsgesetzbuches als bekannt gemacht gilt, hier dem 28.05.2003/28.07.2003) und des § 306 Abs. 3 S. 2 AktG a. F. (zwei Monate nach Bekanntmachung des ersten Antrags durch das Landgericht, hier am 27.06.2003/27.08.2003) ihre Anträge beim Landgericht Stuttgart rechtzeitig eingereicht. Soweit die Antragsteller, mit Ausnahme der Antragsteller 7, 10, 13, 18, 20, 28, 29, 30, 32, 34 und 35, ihre Anträge sowohl gegen die Neckarwerke Stuttgart AG als auch die als deren Hauptaktionär gerichtet haben, sind diese Anträge gegen die Neckarwerke Stuttgart AG unzulässig, denn die Kammer schließt sich bei der vor dem Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes (01.09.2003) streitigen Rechtsfrage, wer richtiger Antragsgegner einer Barabfindungsüberprüfung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären ist, der dann auch Gesetz gewordenen (§ 5 Nr. 3 Spruchverfahrensgesetz) Rechtsmeinung an, dass sich solche Spruchverfahren nur gegen den Hauptaktionär zu richten haben, der Träger des wirtschaftlichen Vorteils dieser Strukturmaßnahme ist. Jedoch bleibt diese Entscheidung ohne kostenrechtliche Auswirkung für die Antragsteller (vgl. bei der Kostenentscheidung).

2. Die Anträge sind in der Sache jedoch nicht begründet.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung, wie sie im Übertragungsbeschluss der NWS vom 15.04.2003 mit 396,50 € je Aktie der NWS festgelegt worden ist, entspricht den Verhältnissen der Gesellschaft, insbesondere dem vollen Wert des Unternehmens unter Berücksichtigung seiner künftigen Ertragsaussichten bei Beachtung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 15.04.2003 (§ 327 b Abs. 1 S. 1 AktG a. F.). Angemessen ist eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Zu ermitteln ist daher der sog. Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

Aufgrund des überzeugenden schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen und Wirtschaftsprüfers vom 17.12.2007 in Verbindung mit seinen ergänzenden mündlichen Darlegungen und Erläuterungen in der Verhandlung vom 30.09.2008 vor der Kammer mit Unterstützung der

steht für die Kammer fest, dass die Unternehmensbewertung der die Grundlage für die im Übertragungsbeschluss festgesetzte Höhe der Barabfindung war, in Verbindung mit dem sog. Prüfgutachten der vom 19.02.2003, unter Anwendung richtiger Bewertungsmethoden den Wert der NWS und damit den Beteiligungswert der ausgeschiedenen Antragsteller als Aktionäre auch unter Beachtung des Börsenkurses der Aktien der NWS richtig ermittelt hatte.

Der Ermittlung des Wertes der NWS als Aktiengesellschaft wurde die Ertragswertmethode zugrunde gelegt. Dies entspricht der gängigen Praxis der Gerichte, wonach sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens richtet, ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden, gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens ist jedoch zu beach-

ten, dass kein mathematisch exakter oder „wahrer" Wert zum Stichtag (hier 15.04.2003) festgestellt werden kann. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu sog. Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungsrechnungen können nicht in die Kategorien von „richtig" oder „falsch" eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorien „plausibel" oder „nicht plausibel". „Plausibel" ist eine Planungsrechnung dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen. Das Gereicht hat sodann unter Beachtung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712 ff.).

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts der NWS im Rahmen der vom Gericht vorzunehmenden Tatsachenfeststellung muss grundsätzlich die von dem Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose ihrer Zukunftserträge sein, die jedoch nur eingeschränkt überprüfbar ist. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen beruhen und sind auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung auf einer solchen Grundlage vernünftiger Weise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Aufgrund der überzeugenden und ausführlichen Darlegungen des gerichtlichen Sachverständigen steht für die Kammer fest, dass das Bewertungsgutachten der
sowie das Prüfgutachten der
den Unternehmenswert anhand betriebswirtschaftlich anerkannter Methoden zum 15.04.2003 in Höhe von 3.343.553 T € korrekt ermittelt haben aufgrund in sich schlüssiger und plausibler Planungsrechnungen, die insbesondere auf Prämissen beruhen, die innerhalb angemessener Bandbreiten liegen. Eine Tendenz, so der gerichtliche Sachverständige, zu unangemessen niedrigen Planansätzen zu Lasten der

Antragsteller war nicht zu erkennen. Zwar führten die Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen bei den Einzelfeststellungen zu Änderungen des Unternehmenswerts einerseits, die jedoch durch gegenläufig den Unternehmenswert mindernde Feststellungen andererseits sich Wert kompensierend ausgewirkt haben, so dass unter Berücksichtigung aller Aspekte bei Abwägung der bestehenden Chancen und Risiken des Unternehmens der von dem Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert keiner Anpassung mehr bedarf.

Dies ergibt sich aus folgenden Erwägungen:

a) Vergangenheitsbereinigung

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wird die Ertragskraft des Unernehmens gewürdigt. Dabei werden die bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens analysiert. Dies schafft die Voraussetzungen für die Schätzung künftiger Entwicklungen und die Vornahme von Plausibilitätsbeurteilungen. Zielsetzung der Bereinigungen der Vergangenheitserfolgsrechnung ist die Ermittlung von vergleichbaren, dem normalen Geschäftsverlauf entsprechenden Ergebnissen als Ausgangsbasis für die Ermittlung der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft. Dabei werden in der Vergangenheit gegebene, aber in der Zukunft nicht mehr oder nur verändert wirkende Einflüsse angepasst.

Aufgrund der überzeugenden Darlegungen des gerichtlichen Sachverständigen steht fest, dass Bereinigungen in der Vergangenheit nachvollziehbar, plausibel und den üblichen Vorgehensweisen bei Unternehmensbewertungen entsprachen. So wurden bei den Auflösungen der Rückstellungen auch gleichzeitig die Zuführungen dieser Rückstellungen in den hier relevanten Vorjahren vor dem Detailplanungszeitraum (die Jahre 2000 und 2001) berücksichtigt. Soweit für das Jahr 2001 bei Auflösungen in Höhe von 3.500 T € keine korrespondierenden Zuführungseliminierungen festgestellt werden konnten, kann dies, so der Sachverständige überzeugend, vernachlässigt werden, da für die Ermittlung des Unternehmenswerts allein die Ergebnisse der zukünftigen Geschäftsjahre maßgebend sind. Die Rückauflösung der Rückstellungen lag jedoch nicht im Zeitraum der Planjahre (2003 bis 2006) Korrekter Weise wurde als Sondereffekt im Anlage-

vermögen der Veräußerungsgewinn in Höhe von 200 Mio. € aus dem Verkauf der Beteiligung an der GVS im Jahr 2002 als Einmaleffekt eliminiert. Weitere Einmaleffekte konnte der gerichtliche Sachverständige nicht überprüfen, ebenso wenig Anhaltspunkte für überhöhte Abschreibungen. Darüber hinaus, so der Sachverständige bei seiner mündlichen Anhörung, konnte er hinreichende sog. Ist-Daten der Vergangenheit finden (Anlage 3/1 des Gutachtens), die der Sachverständige im Detail durcharbeiten und vergleichbar darzustellen vermochte.

b) Aufbau und Untergliederung der Planungsrechnungen

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnungen umfassten nach Angaben des Sachverständigen Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzplanungen für die Geschäftsjahre 2003 bis 2006 (Phase 1, sog. Detailplanungszeitraum). Die Planungsrechnungen wurden nach den einzelnen Energieträgern unterteilt, nämlich den Sparten Strom, Gas und Wasser. Die Bereiche Fernwärme und Dienstleistungen einschließlich der Kommunikation wurden der Stromsparte als umsatzstärkster Sparte zugeordnet. Außerdem berücksichtigte die Planung der Stromsparte die energiewirtschaftliche Zusammenarbeit mit dem Hauptaktionär Während des Zeitraums der Bewertungsarbeiten der wurden diese Planungsrechnungen aktualisiert. Der Bewertungsgutachter hat sodann die übliche Zweiphasenmethode zugrunde gelegt (Detailplanungsphase für den Zeitraum der ewigen Rente ab dem Geschäftsjahr 2007 aufgrund der nachhaltig durchschnittlich erzielbaren Ergebnisse).

c) Gewinn- und Verlustrechnung

Bei den Posten der Gewinn- und Verlustrechnung lagen Vergleichszahlen für die Ist-Jahre 2001 und 2002 vor. Für das Jahr 2000 konnten Vergleichszahlen nur beginnend mit dem Rohergebnis gegenüber gestellt werden. Detailliertere Ist-Zahlen zum Preis-Mengen-Gerüst im Strom- oder Gasbereich lagen vollständig nur für das Jahr 2002 in einer mit der Planungsrechnung vergleichbaren Aufgliederung vor. Darüber hinaus konnten im Strombereich zum Teil geeignete Vergleichszahlen für das Jahr 2001 zur Verfügung gestellt werden. Der gerichtliche Sachverständige legte überzeugend dar, dass dies vor dem Hintergrund, dass

sich der Kreis und die Struktur der Abnehmer aufgrund der vor dem Bewertungsanlass durchgeführten Umstrukturierungen ohnehin wesentlich verändert hat, hinnehmbar ist.

Die Analyse der Umsatzzahlen aufgrund einer Gegenüberstellung mit den vergleichbaren Ist-Zahlen des Jahres 2002 zeigt nach dem Gutachter auf, dass es im Jahr 2002 zu einem Rückgang der Rohmarge insgesamt kam, der insbesondere auf verringerten Margen im Strom- sowie im Gasbereich zurückzuführen war. Dieser negative Effekt wurde im Jahr 2002 vor allem durch die Veräußerung der Beteiligung an der GVS (ca. 200 Mio. €) überkompensiert, die sich in den gestiegenen sonstigen Erträgen und dem verbesserten Zinsergebnis wiederspiegelt. Im Jahr 2003 wird sodann die Rohmarge insgesamt wieder auf dem Niveau des Jahres 2001 erwartet. Ab dem Jahr 2004 bis zum Jahr 2006 wird mit rückläufigen Strommargen eine ebenfalls rückläufige Rohmarge insgesamt erwartet. Außerdem enthält die Planung Ansätze für das nachhaltige Ergebnis der Jahre 2007 ff. Bei einer gegenüber dem Jahr 2006 verbesserten Strommarge, verringerten sonstigen Materialaufwand und verringerten sonstigen betrieblichen Ergebnissen aus dem Aufbau der Baukostenzuschüsse liegen die Rohergebnisse damit leicht über dem für das Jahr 2006 geplanten Niveau. Diese Planungen, so der Sachverständige, sind jedoch grundsätzlich in sich schlüssig und plausibel und halten sich mit ihren Prämissen innerhalb angemessener Bandbreiten.

c) Planung der künftigen finanziellen Überschüsse/Rohergebnis

Die NWS war vertraglich über die energiewirtschaftliche Zusammenarbeit in eine enge Kooperation mit dem Mehrheitsaktionär, eingebunden, die, so der Sachverständige, sog. unechte Synergieeffekte, die bei der Unternehmensbewertung grundsätzlich zu berücksichtigen sind, erzeugten. In diesem Zusammenhang wird jedoch nicht gegen einen Bewertungsgrundsatz in Form eines stand-alone-Prinzips verstoßen. Vielmehr wird der Minderheitsaktionär für die aufgegebene Rechtsposition entschädigt, die bereits vor seinem Ausscheiden durch den Synergieeffekt beeinflusst war.

Eine Untersuchung der energiewirtschaftlichen Zusammenarbeit von NWS und durch den Sachverständigen ergab eine plausible, wirtschaftlich nachvoll-

ziehbare Ausgestaltung dieser Zusammenarbeit aufgrund einer von dem Gericht grundsätzlich hinnehmbaren unternehmerischen Entscheidung, die keine Anhaltspunkte aufzeigte für unzutreffende Informationen oder unrealistische Annahmen der Geschäftsführung der NWS.

Im Rahmen der energiewirtschaftlichen Zusammenarbeit veräußert nämlich die NWS einerseits den gesamten von ihr produzierten Strom an die und bezieht andererseits den gesamten an die Kunden von NWS zu liefernden Strom ihrerseits von der jeweils zu festgelegten Preisen. Bei wirtschaftlicher Betrachtung erscheint eine getrennte Betrachtung des Stromabsatzes an und des Strombezugs von nicht sachgerecht. In einer Gesamtübersicht ergibt sich nach dem Sachverständigen folgendes Bild: Die NWS erzeugt eigenen Strom und liefert eine Strommenge, die unterhalb der selbst erzeugten Strommenge liegt, an eigene Kunden. Die ermöglicht der NWS durch diese Gestaltung des Kooperationsvertrages einen Absatz der eigenen Überkapazitäten zu Konditionen, die zumindest zu einer teilweisen Kostendeckung führen. Gleichzeitig ergibt sich für die NWS für die an die eigenen Kunden abgesetzten Strommengen planmäßig eine negative Marge aus dem Zwischenhandel mit der . Durch den Handel mit der geling es aber der NWS, die zum Bewertungsstichtag bestehenden Überkapazitäten in der Stromerzeugung zu veräußern. Nach den plausiblen Darlegungen der Antragsgegnerin ist diese Kooperation im Strombezug aus folgenden wirtschaftlichen Gesichtspunkten sinnvoll: Der Kundenbedarf an elektrischem Strom (sog. Vertriebslast) ändert sich im Tages-, Wochen- und Jahresablauf ständig und wird durch Lastkurven dargestellt. Die größte Stromnachfrage ist mittags und abends. Nachts ist der Stromverbrauch besonders niedrig. Im Wochenverlauf dominieren die Werktage, denn an den Wochenenden wird deutlich weniger Strom von den industriellen Großkunden nachgefragt. Über das Jahr gesehen ergibt dies erhebliche Verbrauchsschwankungen. Im Winter ist die Nachfrage auch höher als im Sommer. Den Grundbedarf an Strom stellt die sog. Grundlast dar. Er besteht unabhängig von den Lastschwankungen. Der über die Grundlast hinaus gehende Bedarf wird als sog. Mittellast bezeichnet, die Belastungsspitzen ist die sog. Spitzenlast. Die Grundlast wird vorliegend aus Kernkraftwerken, Laufwasser- und Braunkohlekraftwerken gedeckt, wobei diese Kraftwerke rund um die Uhr laufen. Die Mittellast wird mit Kraftwerken erzeugt, die täglich an- und abgefah-

ren werden können, dazu eignen sich insbesondere Steinkohlekraftwerke. Für die Spitzenlast werden Kraftwerke benötigt, die kurzfristig angefahren werden können und in wenigen Minuten ihre volle Leistung abgeben. Dafür sind Gasturbinenkraftwerke und Speicherkraftwerke besonders geeignet. Um die Vertriebslast, d. h. die Nachfrage an Strom bedienen zu können, wird im Rahmen des Kraftwerksmanagements auf Basis täglicher Entscheidungen der Kraftwerkseinsatz geplant. Die Grundlastkraftwerke sind mit Ausnahme der Revisionszeiten ständig im Betrieb. Die Mittellastkraftwerke werden täglich an- und abgefahren, und die Spitzenkraftwerke werden nur bei Bedarf zugeschaltet. Aufgrund dieser Bedarfscharakteristiken und der Stromerzeugungskosten der dazu jeweils eingesetzten Kraftwerkssysteme ist die Grundlast kostengünstiger bereitzustellen als die Mittellast. Die Spitzenlast hat die höchsten Stromerzeugungskosten. Aufgrund der Unternehmenshistorie hat aber die NWS eine außergewöhnliche Struktur ihrer Stromerzeugungsanlagen. Die hohe Beteiligung der NWS an Kernkraftwerken führte zu einer hohen Produktion an Grundlaststrom. Rund 70 % der NWS-Stromerzeugung wurde mit Kernkraftwerken in Grundlast erzeugt. Der Überhang am Grundlaststrom bei der Überzeugung führte in der Summe zu einer geringeren Wertigkeit der Stromerzeugung gegenüber der Stromabgabe an die Stromkunden der NWS. Die Vertriebslast der NWS hatte einen höheren Anteil an Mittel- und Spitzenlast gegenüber der Stromerzeugung der NWS. Durch die vorliegende Kooperation zwischen NWS und wurde jedoch erreicht, dass die eine zentrale Vermarktung der gesamten in der -Gruppe produzierten Strommenge vornehmen kann und über die gesamte -Gruppe hinweg eine ressourcenoptimale Produktionseinsatzplanung erreicht wird. Entscheidend ist außerdem, dass die NWS mit ihrer Grundlast geprägten Erzeugung zu Spitzenzeiten nicht in der Lage gewesen wäre, den Strombedarf ihrer Kunden zu decken. In Spitzenzeiten hätte diese also teure Spitzenlast zukaufen oder vergleichsweise unwirtschaftliche Gasturbinenkraftwerke einsetzen müssen. Ohne die vorliegende energiewirtschaftliche Zusammenarbeit hätte daher der Zukauf durch die NWS am freien Markt im Exremfall zu weit höheren Preisen erfolgen müssen. Durch den Verkauf der sog. Grundlast geprägten Erzeugungsmenge an die und den Einkauf der Betriebslast bei der durch die NWS wurde diese sog. Veredelung von der vorgenommen. Aus diesen Gründen lagen die spezifischen Verrechnungspreise für die Stromlieferung der NWS an die unter den spezifischen Verrech-

nungspreisen für den Strombezug von der für die Abdeckung der NWS-Vertriebslast.

Allerdings führte der Sachverständige weiter überzeugend aus (Seite 20 des schriftlichen Gutachtens), dass insbesondere wegen der Abschaltung des Blocks I der Kernkraftwerke im Jahr 2008 keine nachhaltige Überkapazität der Erzeugungsstufe der NWS im Jahr 2007 unterstellt werden kann, die mit negativer Marge an die veräußert werden muss. Bei unterstelltem Abbau der Überkapazitäten für das nachhaltige Ergebnis wird eine negative Marge von 1.831 T € vermieden. Allerdings ermöglicht gleichzeitig die dargestellte Gestaltung der NWS die Realisierung von Synergieeffekten im Personal-, Verwaltungs- und Vertriebsbereich, die gleichfalls in der Planung berücksichtigt sind. Der Sachverständige hat die negative Marge zu Lasten der NWS aus dem Zwischenhandel mit der in Höhe von 34.082 T € aus dem nachhaltigen Ergebnis (ewige Rente) eliminiert.

d) Planung Umsatzerlöse Strom

Die Planung unterscheidet nach Lieferungen an Kunden, Sondervertragskunden (Endkunden der NWS) und Weiterverteiler (in der Regel Stadtwerke mit eigenen Endkunden). Bei der Betrachtung der Stromerlöse, so der Sachverständige, wird ein Umsatzrückgang vom Jahr 2002 auf das Jahr 2003 prognostiziert, an den sich im Detailplanungszeitraum sodann wieder eine Erhöhung anschließt. Im Ergebnis bildet diese Planung ohne die Stromerlöse aus dem Geschäft mit der jedoch ein maßvolles Wettbewerbsszenario ab. Hierbei ist zu beachten, dass der Geschäftsbetrieb von Energieversorgungsunternehmen durch den energiewirtschaftlichen Rechtsrahmen geprägt ist, der sich mit Verabschiedung des Energiewirtschaftsgesetzes 1998 wesentlich verändert hatte. Diese Gesetzesreform gewährte vor allem einen allgemeinen Rechtsanspruch externer Anbieter auf Zugang zu den Übertragungs- und Verteilungsnetzen gegen Durchleitungsentgelte. Damit war die Abgrenzung der Versorgungsgebiete sowie der Ausschuss von Wettbewerbern unzulässig und der Gebietsschutz aufgehoben. Die Öffnung des deutschen Strommarktes und der dadurch ausgelöste Wettbewerb hatte bis zum Jahr 2001 zu einem starken Preisverfall bei Sondervertragskunden und nachfolgend auch im Tarifkundenbereich zu wesentlichen Stromre-

duzierungen geführt. Die Energieversorgungsunternehmen befanden sich daher im Jahr 2002 in einer Phase, in der nach erheblichen Preiseinbrüchen eine Konsolidierung des Preisniveaus einsetzte. Zum Jahr 2002 bestand insbesondere die Erwartung, dass sich die Strompreise für Lieferungen an Endverbraucher stabilisierten. Dies spiegelt sich in der weiteren Planung wieder, die im Jahr 2002 von der allgemein vorherrschenden Erwartung auf leicht steigende Preise ausgeht. Auch hier, so der Sachverständige, ist die Planung des Unternehmens schlüssig, in sich plausibel und basiert nicht auf unrealistischen oder in sich widersprüchlichen Annahmen der Geschäftsführung.

e) Gleiches gilt für die Bezugsaufwendungen Strom, auch wenn dort, so der Sachverständige, einige Informationsmängel sich ergaben, die eine Plausibilisierung erschwerten. Die von den Bewertungsgutachtern dem Prüfgutachter unterlegten Planansätze bewegen sich jedoch im Bereich plausibler Werte, so dass eine Modifikation nicht geboten war.

f) Bei der Planung der Rohmargen Strom legte der Sachverständige jedoch dar, dass die negativen Margen aus den Leistungsbeziehungen mit der im nachhaltigen Ergebnis (Phase 2) nicht plausibel seien und zu korrigieren sind, da die negative Marge von 1.831 T € aus der Veräußerung von Überkapazitäten auf der Erzeugerstufe, die nachhaltig nicht unterstellt werden können, da die Eigenerzeugung von Kernenergie bereits ab dem Jahr 2008 durch die Abschaltung von Block I entfällt, resultiere.

g) Umsatzerlöse Gas

Im Tarifkundenbereich weist die Planung eine kontinuierliche Erhöhung der Abgabenmengen aus (jährliches Wachstum von ca. 1,9 %). Beim Sonderkundenbereich erwartet die Planung zwar für die Jahre 2003 und 2004 eine Erhöhung, geht danach jedoch von einer Abschwächung aus. Im Bereich der Weiterverteilung setzt die Planung kontinuierliche Erhöhungen der Absatzmengen voraus. Insgesamt, so der Sachverständige, entwickeln sich die Umsatzerlöse vor dem Hintergrund dieser Zuwächse den Kundensegmenten nachvollziehbar und die - Ansätze des Jahres 2006 können für die ewige Rente fortgeschrieben werden. Auch stellt das Ergebnis bei dem herangezogenen Wettbewerbsszenario im Ta-

rifkundenbereich keine unbillige Benachteiligung der Minderheitsaktionäre dar, sondern steht im Einklang mit den Markterwartungen.

h) Bezugsaufwendungen Gas

Hier erwartet die NWS über den gesamten Detailplanungszeitraum im Bereich der Tarifkunden einen gleichmäßigen Gasbezug. Im Bereich der Sonderlieferungen und für die Lieferungen an Kraftwerke werden günstigere Bezugskonditionen unterstellt, die im wesentlichen konstant bleiben. Das konstant geplante Preisniveau angesichts der Koppelung des Gaspreises an den Rohölpreis und der damit verbundenen schwer prognostizierbaren Bezugspreisschwankungen ist zu rechtfertigen, so dass die Plansätze des Jahres 2006 auch für die Planungsphase II fortgeschrieben werden können.

i) Rohmargen Gas

Die Überprüfung des gerichtlichen Sachverständigen ergab, dass die Planung für 2002 die Erlöse nur insgesamt nach unten angepasst hat und daher die addierten Margen der einzelnen Kundengruppen nicht übereinstimmen. Für das nachhaltige Ergebnis hat damit der Sachverständige an Stelle der Annahme des Wegfalls eines Großkunden eine Fortsetzung der Lieferbeziehungen zu weniger attraktiven Konditionen unterstellt. Außerdem wurden korrespondierende Gasbezugsmengen gegenüber der NWS-Planung erhöht und die Durchleitungsmengen verringert. Insgesamt, so der Sachverständige, stieg dadurch der Unternehmenswert um 10,3 Mio. €.

j) Planungen Wasser

Hier beruhen die Planungen der Absatzmengen im Wesentlichen auf den Erfahrungen der Vergangenheit. Es wird davon ausgegangen, dass der im begrenzten Umfang als möglich eingeschätzte Zugewinn an Neukunden durch Spar- und Rationalisierungsmaßnahmen der bestehenden Kunden kompensiert wird. Im Bereich der Planung für Wasser kommt daher zum Ausdruck, dass in der Wasserversorgung weiterhin geschützte Versorgungsgebiete bestehen - im Gegen-

satz zum Strom- und Gasbereich -, die einen Wettbewerb weitgehend ausschließen. Daher ist die Planungsrechnung nicht zu beanstanden.

k) Auch die Planungen bei sonstigen Materialaufwendungen sind in sich plausibel und können für die ewige Rente fortgeschrieben werden.

l) Planung Personalaufwand

Der geplanten Entwicklung der Löhne und Gehälter liegen die tariflichen Steigerungsrate und die Steigerung aufgrund der Karriereentwicklung zugrunde. Die Steigerung in den Folgejahren ist unter Berücksichtigung der Inflation und der tariflichen Entwicklung daher plausibel. In den Sparten Strom und Wasser wird von einer rückläufigen Mitarbeiterzahl ausgegangen, während der Mitarbeiterbestand der Sparte Wasser fast konstant bleibt. Der geplante Personalaufwand kompensiert daher nur teilweise die angenommene Gehaltssteigerung. Die in die Planung eingehende rückläufige Mitarbeiterentwicklung entspricht den Vorgaben aus der Zielstruktur 2005, die den im Jahr 1998 vom Vorstand geplanten Personalabbau vor Kooperation mit der wiedergibt. Die darauf beruhenden Synergie stiftenden Maßnahmen zum weiteren Personalabbau sind unabhängig vom Bewertungsanlass vor dem Bewertungsstichtag eingeleitet worden. Die Planung der NWS berücksichtigte diese positiven unechten Synergieeffekte noch nicht. Folglich hat die zutreffend entsprechende Anpassungen vorgenommen. Die von den Antragstellern beanstandete unzureichende Berücksichtigung der Synergieeffekte besteht nach den Angaben des Sachverständige deshalb nicht. Die Synergieeffekte aus dem Personalabbau sind im Personalaufwand in plausibler Höhe dargestellt. Allerdings kam der Sachverständige zu dem Ergebnis, dass bei der Planung der sozialen Abgaben die Relation von 21 % der soziale n Abgaben in Vergleich zu Löhnen und Gehältern bei Beachtung der Situation im Bewertungszeitpunkt nicht gerechtfertigt ist. Vergleicht man nämlich die öffentlich zugänglichen Durchschnittsrelationen für Gesamtdeutschland der Jahre 2001 und 2002 mit den Vergangenheitswerten der NWS für diese Jahre, so lässt sich erkennen, dass die NWS jeweils um ca. einen Prozentpunkt unter der Durchschnittsrelation lag. Zieht man die veröffentlichte Durchschnittsrelation für 2003 heran, so kann ein Durchschnittssatz von 20,85 % festgesetzt werden. Bei Beachtung der bei der NWS um ein Prozent niedrigeren Relation in der Ver-

gangenheit, hält deshalb der Sachverständige überzeugend 20 % für einen angemessenen und plausiblen Verhältnissatz, wobei diese Veränderung zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts von ca. 24,5 € Mio. führt. Abgesehen hiervon ist jedoch der Ansatz der Planung des Personalaufwands im Bewertungsgutachten nicht zu beanstanden.

m) Pensionsaufwand/Rückstellungen

Der Sachverständige legte weiter dar, dass der Bewertungsgutachter letztlich in nicht zu beanstandender Weise die Abzinsung der Pensionsrückstellungen mit 5 % und nicht mit 6 %, wie von Teilen der Antragsteller verlangt, und damit nicht überhöht für die Bewertung des Unternehmens angesetzt hat.

Der Sachverständige führt aus, dass ein Ansatz von 6 % auch vor dem Hintergrund der bereits zum Bewertungsstichtag sich abzeichnenden rückläufigen Zinssatzentwicklung zu hoch gegriffen sei. Darüber hinaus ist zu beachten, dass bei der Ermittlung der Pensionsrückstellungen nach HGB im Gegensatz zur Berechnung nach den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS) die zukünftig zu erwartenden Gehaltssteigerungen nicht berücksichtigt werden. Damit werden die zukünftig zu erwartenden Liquiditätsabflüsse zu gering angesetzt. Aufgrund der Umstellung der Rechnungslegung auf internationale Rechnungslegungsgrundsätze erfolgte eine Ermittlung der Pensionsrückstellungen ebenfalls nach dem IFRS. Hierbei zeigt sich, dass die nach IFRS ermittelten Werte selbst bei einem Rechnungszins von 6 % zum 31.12.2002 über den Ansätzen nach HGB bei einem Rechnungszins von 5 % liegen. Im Ergebnis sind folglich in allen Planjahren zum Vorteil der Antragsteller niedrigere HGB-Ansätze und niedrigere Steigerungsraten heranzuziehen. Aufgrund des Umstandes, dass sich die Pensionsrückstellung sowohl nach deutschem HGB als auch nach IFRS kontinuierlich erhöht, ist daher, so der Sachverständige, die Aussage der Antragsgegnerin zum nachhaltigen Wert nicht plausibel. Es ist deshalb in den Jahren ab 2007 noch mit weiteren Steigerungen bei den Zahlungsabflüssen zu rechnen. Deshalb ist zu erwarten, dass der im nachhaltigen Ergebnis enthaltene Wert von insgesamt 69,2 Mio. € für jährliche Auszahlungen zum Vorteil der Antragsteller deutlich zu niedrig angesetzt worden ist. Eine Benachteiligung der Antragsteller kann deshalb aufgrund der Plausibilitätsbeurteilung keinesfalls erkannt werden. Die

Divergenz zwischen Aufwand- und Auszahlungsvolumen legt nahe, dass sich die Pensionsverpflichtungen noch nicht in einem sog. Gleichgewichtszustand befinden. Üblicherweise hätte mittels eines versicherungsmathematischen Gutachtens, das der Sachverständige nicht angefertigt hat, die zukünftige Auszahlungsreihe an die Pensionäre ermittelt werden müssen und deren Barwert als Sonderwert in den Ertragswert einfließen müssen. In vergleichbarer Größenordnung mit ähnlicher Versorgungsordnung entstehen hierbei nach den Angaben des Sachverständigen erhebliche Werte, die weit mehr als 10 % des Unternehmenswertes betragen.

n) Abschreibungen und Reinvestitionsrate

Der Sachverständige führt hier nachvollziehbar und überzeugend aus, dass die Bewertung durch den Bewertungsgutachter der Tendenz nach plausibel ist. Die von dargestellten Abschreibungen im Zeitraum 2000 bis 2006 zeigen steigende Nettoinvestitionsraten im Detailplanungszeitraum, während die Abschreibungen im gleichen Zeitraum sinken. Die Erklärung der NWS, dass diese Entwicklung darauf beruhe, dass die handelsrechtlichen Nutzungsdauern, insbesondere im Netzbereich, deutlich unter den wirtschaftlichen Nutzungsdauern liegen, ist plausibel.

Bei der Ermittlung der Reinvestitionsrate hat die nun für die ewige Rente auf die Daten der Anlagebuchhaltung der NWS zurückgegriffen. Hierbei wurde auf Basis der kommulierten Abschreibungen und historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten das durchschnittliche Alter der Vermögensgegenstände in den einzelnen Anlageklassen ermittelt und lineare Abschreibungen unterstellt. Aus der Differenz zwischen errechnetem durchschnittlichen Alter und betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer wurde das Jahr der ersten Reinvestition berechnet. Sodann wurde aus dem Quotienten aus Wiederbeschaffungskosten 2002 und der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer ein Reinvestitionsbetrag ermittelt. Dieser wurde vom Jahr der Reinvestition auf das Jahr 2006 abgezinst. Aufgrund der hohen Investition in der Vergangenheit und langen Nutzungsdauer in den einzelnen Anlageklassen (z. B. Kabelnetze) entsteht in der näheren Zukunft kein unmittelbarer Reinvestitionsbedarf. Die laufenden Erhaltungsmaßnahmen sind im sonstigen betrieblichen Aufwand geplant. Mit zunehmendem Alter entsteht

erst in fernerer Zukunft wieder Reinvestitionsbedarf. Deshalb wurde in der Tendenz plausibel zugrunde gelegt, dass ab dem errechneten Jahr der ersten Reinvestition von einem gleich bleibenden Reinvestitionsbedarf für die folgenden Jahre ausgegangen wird. Allerdings, so der Sachverständige, zeigt dieses grundsätzlich vertretbare Modell des Bewertungsgutachters für den zukünftigen Investitionsbedarf einige Unstimmigkeiten auf:

Unzutreffend ist die Annahme einer linearen handelsrechtlichen Abschreibung zur Bestimmung des durchschnittlichen Alters der Vermögensgegenstände einzelner Anlageklassen. Und tatsächlich schreibt die NWS auch überwiegend degressiv ab. Der daraus resultierende Fehler in der Abschätzung des durchschnittlichen Alters ist abhängig von der tatsächlichen Altersstruktur der Anlagegegenstände und, so der Sachverständige, mit vertretbarem Aufwand nicht bestimmbar. Da sowohl negative als auch positive Abweichungen sich ergeben können, kann jedoch davon ausgegangen werden, dass dieser Fehler insgesamt nicht gravierend ist.

Die von der angesetzten Wiederbeschaffungskosten basieren auf dem Kostenniveau des Jahres 2002. Eine Hochrechnung auf das Jahr 2006 bzw. den modellhaft angenommenen Zeitpunkt der ersten Reinvestition fehlt. Dadurch ist die angesetzte Reinvestitionsrate systematisch zu niedrig. Im Übrigen ist die Abzinsung der ermittelten zukünftigen Abschreibung mit einem Diskontierungssatz nach Steuern nicht systematisch konsistent, denn die Reinvestitionsrate ist eine unterstellte aufwandswirksame Auszahlung vor Berücksichtigung von Steuern. Zudem bildet die Systematik des Bewertungsgutachters das unterstellte Investitionsverhalten nicht zutreffend ab und ermittelt zu niedrige Investitionsraten. Der Sachverständige errechnete auf der Basis der von verwendeten Grunddaten der NWS eine Mehrbelastung des Unternehmenswertes aus diesen Gründen in Höhe von rund 111,1 Mio. €, der zu einer Minderung des Unternehmenswertes führt.

o) Sonstiger betrieblicher Aufwand

Dieser beträgt ca. 8 bis 9 % der Umsatzerlöse und ist in der Planung relativ konstant ohne Wachstum angesetzt worden. Da sich die gegenüber den Vergangenheitswerten rückläufige Aufwandsquote wertsteigernd auf den Unterneh-

menswert auswirkt und sich damit hieraus keine Benachteiligung der Antragsteller ergibt, hat der Sachverständige korrekter Weise keine weiteren Prüfungshandlungen hier vorgenommen. Allerdings legt der Sachverständige dar, dass bei der Sparte Strom die pauschale Kürzung der Konzessionsabgaben um rund eine Million Euro kritisch zu betrachten sei, da diese Vorgehensweise durch die Vergangenheitsanalyse nicht plausibel erklärt werden könne. Dies wirkt sich deshalb in Höhe von 12,3 Mio. € mindernd auf den Unternehmenswert aus. Allerdings wirkt sich die in der Planung angenommene steigende Wertberichtigung auf Forderungen zu Lasten der Antragsteller Unternehmenswert mindernd aus ohne plausiblen Grund für ein hartes Vorgehen gegen säumige Kunden. Die angesetzte Werte insoweit liegen durchschnittlich in der Detailplanungsphase um ca. 4 Mio. € über den Werten von 2001 und 2002. Plausibel, so der Sachverständige, ist jedoch, dass die Wertberichtigungen prozentual in Relation zu dem gesamten Forderungsbestand auf dem Niveau von 2002 verharren. Hieraus resultiert eine Erhöhung des Unternehmenswerts um 50,1 Mio. €. Bei Berücksichtigung der Unernehmenswertminderung im Bereich Konzessionsabgabe Strom von 12,3 Mio. €, erhöht sich der Unternehmenswert per Saldo um 37,8 Mio. € zugunsten der Antragsteller.

p) Beteiligungsergebnis

Hier stellte der Sachverständige überzeugend fest, dass die geplanten Beteiligungsergebnisse nach Bereinigung mit den Beteiligungsergebnissen der Vergangenheit vergleichbar und insoweit plausibel sind. Die von der NWS geplanten Werte gehen tendenziell eher von optimistischen Ergebnisentwicklungen der Beteiligungsgesellschaften aus. Zusätzlich wurden die Beteiligungsergebnisse durch die in Einzelfällen höher als ursprünglich von der NWS geplant angesetzt. Insgesamt kann deshalb hier keine Benachteiligung der Antragsteller erkannt werden.

q) Zinsergebnis

Auch hier ergab das Sachverständigengutachten, dass die Ansätze in der Finanzbedarfsplanung korrekt aus den Planbilanzen und den Erfolgsrechnungen übernommen und umgesetzt wurden.

Bei den sonstigen Erträgen/Erlösen ergaben sich durch den Sachverständigen keine Beanstandungen bei der Unternehmensbewertung. Gleiches gilt bei der Ermittlung der Belastung durch Ertragssteuern.

r) Auch war bei den künftigen finanziellen Überschüssen der Planungsprozess und die Vorgehensweise des Bewertungsgutachtens so gestaltet, dass hieraus eine plausible Planung zu Zwecken der Unternehmensbewertung hergeleitet werden konnte. Doch konnte der Sachverständige erst durch Einsichtnahme in die Arbeitspapiere der beurteilen, dass die betreffende Korrektur über den Sonderwert Kernkraft sachgerechter Weise durchgeführt wurde.

Insgesamt ermittelt der Sachverständige folgende Änderungswerte im Vergleich zum Bewertungsgutachten:

Strombereich: Eliminierung negative Marge aus Zwischenhandel: + 404,1 Mio. €
Strombereich: Eliminierung negative Margen aus Überkapazität + 19,2 Mio. €
Gasbereich: Eliminierung Wegfall Großkunde + 10,3 Mio. €
Personalaufwand: Anpassung Verhältnissatz Sozialabgaben + 24,5 Mio. €
Reinvestitionsrate: Unstimmigkeiten in der Ableitung: -111,1 Mio. €
Konzessionsabgaben: Eliminierung pauschale Anpassung durch NWS -12,3 Mio. €
Wertberichtigung Forderungen: Anpassung an Verhältnisse in 2002 + 50,1 Mio. €
Zinsaufwand: Auswirkung Tilgung Darlehen Stuttgart + 3,2 Mio. €
Ertragssteuern: unterlassene Kürzungen bei Steuerberechnung + 31,3 Mio. €
Ergibt einen Mehrwert von 419,2 Mio. €.

Der Sachverständige führt aus, dass bei einer isolierten Betrachtungsweise hieraus eine Unternehmenswerterhöhung von rund 12,5 % im Verhältnis zu dem vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert entsteht. Diesem Unternehmensmehrwert stehen jedoch nicht hinreichend genau quantifizierbare, Unternehmenswert mindernde Pensionsverpflichtungen zu, die derzeit zum einen aufgrund der Anwendung der steuerlichen Bewertungsvorschriften nicht die volle Höhe der Verpflichtung widerspiegeln und zum anderen die Auszahlungs-

dynamik aufgrund fehlender versicherungsmathematischer Berechnungen nicht berücksichtigt. Deshalb zeige dieses Zwischenergebnis nicht bereits einen Bedarf zur Erhöhung der Barabfindung auf.

s) Kapitalisierungszinssatz

s1) Basiszins

In Übereinstimmung mit dem zum Stichtag aktuellen IDW S1 2000 wurde bei der Unternehmensbewertung der NWS ein Basiszinssatz von 5,5 % vor Steuern angesetzt. Der IDW S1 n F. legt im Falle einer angenommenen Wachstumsrate von 0,5 % einen gerundeten Basiszinssatz von 5 % zugrunde. Die Ableitung nach den neueren, zukunftsorientierten Methoden des IDW S1 n. F. führt damit zu niedrigeren Zinssätzen. Dies ist nach den Darlegungen des Sachverständigen bei der Gesamtwürdigung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen. Von der Höhe selbst bewegt sich der Basiszins, unabhängig von der streitigen Frage, welche Zeiträume für die Zinserträge risikoarmer vergleichbarer öffentlicher Anlagen heranzuziehen sind grundsätzlich innerhalb angenommener Werte der Rechtsprechung.

s2) Risikozuschlag

Vorliegend wurde im Bewertungsgutachten der Risikozuschlag unter Beachtung von Kapitalmarktdaten nach den Grundsätzen des CAPM bemessen (mithin mit seinen Unterkomponenten Marktrisikoprämie und Beta-Faktor). Der Bewertungsgutachter setzte eine Marktrisikoprämie von 5,0 % und ein im Beta-Faktor ausgedrücktes unternehmens- bzw. branchenspezifisches Risiko von 0,32 % an (Risikozuschlag mithin nach Multiplikation 1,6 vor persönlichen Steuern). Die Anwendung des CAPM-Modells ist vorliegend mit dem Sachverständigen nicht zu beanstanden, denn dessen Vorteil liegt durch die Zerlegung des Risikoschlages in seine Komponenten Marktrisikoprämie und Beta-Faktor in einer erhöhten Nachprüfbarkeit und Objektivierbarkeit mit der Folge, dass sich in den letzten Jahren das CAPM-Modell als herrschendes Modell zur Ermittlung des Risikozuschlages durchgesetzt hat.

Ebenso hat der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie aus empirisch beobachteten langfristigen Durchschnittswerten der Vergangenheit als derzeit dominierende Vorgehensweise der Unternehmensbewertung abgeleitet, und seine Höhe von 5,0 % bewegt sich innerhalb der Bandbreiten (ca. 2 % bis 8 %), die sich in verschiedenen Untersuchungen ergeben haben. Mit dem Sachverständigen ist auch die Kammer der Überzeugung, dass es derzeit keine einheitliche Auffassung darüber gibt, welches der richtige Weg und die richtige Datenbasis zur Ermittlung der wahren Marktrisikoprämie ist. Die vorliegenden Untersuchungen ergeben nämlich kein eindeutiges Bild. Jedoch bewegt sich der von angesetzte Wert von 5 %, wie dargelegt, innerhalb einer plausiblen Bandbreite.

Allerdings kommt der Sachverständige zum Ergebnis, dass der von angesetzte Beta-Faktor von 0,32 schon allein aufgrund der bestehenden Verschuldung als zu niedrig angesehen werden muss. Zwar wurden dem Sachverständigen im Rahmen der Gutachtenerstellung von der Antragsgegnerin Unterlagen vorgelegt, aus denen sich die Ableitung des Beta-Faktors aus der sog. Peer-Group ergibt. Die Berechnungen sind zwar rechnerisch nachvollziehbar, jedoch enthalten diese Unterlagen keine Angaben zum Zeitraum, Betrachtungsintervall, Vergleichsindex und Bestimmtheitsmaßstab der Beta-Faktoren. Zudem wurden in die Peer-Group auch Unternehmen einbezogen, die, wie die NWS auch, beherrschte Gesellschaften sind. Da bei diesen Gesellschaften mit hoher Wahrscheinlichkeit ebenfalls nur eine geringe Handelsaktivität der Aktien gegeben sein dürfte, ist mit dem Sachverständigen davon auszugehen, dass der Beta-Faktor dieser Gesellschaften mathematisch nach unten verzerrt ist und nicht als Risikomaßstab verwendbar ist. Deshalb hat der Sachverständige eigene Betrachtungen zu einem Beta-Faktor aus einer Peer-Group vorgenommen mit den Unternehmen E.ON AG, RWE AG und Lech Elektrizitätswerke AG. Zugrunde gelegt hat er hierbei einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren mit einem monatlichen Intervall und dem DAX als Vergleichsindex. Aus dieser Peer-Group ergibt sich im arithmetischen Mittel der einbezogenen Gesellschaften ein Beta-Faktor für unverschuldete Unternehmen von 0,33. Der Bewertungsgutachter ging deshalb von einem unverschuldeten Beta-Faktor aus, da die NWS selbst kein zinspflichtiges Fremdkapital aufweist. Dies, so der Sachverständige, ist je-

doch nur bedingt richtig. Die NWS hatte Ende 2002 keine nennenswerten Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Die Rückstellungen für den Ausstieg aus der Kernenergie werden aber bei Zahlung zukünftig zu einem Anstieg der Verschuldung führen, soweit die dann fälligen Zahlungen nicht aus thesaurierten Mitteln gedeckt werden können. Darüber hinaus hat die NWS Pensionsverpflichtungen, die ebenfalls eine Finanzierungskomponente enthalten. Es wäre deshalb sachgerecht, das Kapitalstrukturrisiko aus der faktisch vorhandenen Verschuldung durch einen Aufschlag auf den unverschuldeten Beta-Faktor zu berücksichtigen. Da jedoch nicht mit Sicherheit absehbar ist, wie sich die Ziel-Finanzierungsstruktur nach Abwicklung der Rückstellungen für Kernenergie darstellen wird, kann der Sachverständige vorliegend nur Tendenzen aufzeigen. Bei Annahme von Pensionsrückstellungen laut Bilanz von 829 Mio €., Rückstellungen für Kernenergie laut Bilanz von 2.116 Mio. € und abzüglich geschätzter Deckung von -2.084 Mio. € ergibt dies eine Nettoverschuldung (Wert des Fremdkapitals) von 861 Mio. €. Der Wert des Eigenkapitals laut Unternehmenswertgutachten beträgt 3.343 Mio. € und der Verschuldungsgrad 25,8 %. Daraus folgt ein Beta-Faktor unverschuldet von 0,32 und ein Beta-Faktor verschuldet von 0,40, (vgl. WP-Handbuch Band II 2008, Abschnitt A Tz. 305 zur Umrechnungsformel). Allerdings führt der Sachverständige aus, dass bei einer Gesamtwürdigung noch folgende weitere Tatsachen zu beachten sind:

Das Geschäft der Energieversorgungsunternehmen weist eine vergleichsweise hohe Stabilität bei der Abnehmerseite auf. Risiken für die zukünftige Ertragslage bestehen zum Bewertungszeitpunkt durch die unveränderten Bemühungen zur Deregulierung des Strom- und Gasmarktes. Unwägbarkeiten mit erheblichen (!) finanziellen Risiken bestehen auch hinsichtlich der Kosten für den Ausstieg aus der Kernenergieerzeugung. Der Ansatz, so der Sachverständige, eines Beta-Faktors von 0,32 impliziert jedoch, dass ein Investment in das Bewertungsobjekt ein deutlich geringeres Risiko darstellt als ein breites Investment in den gesamten deutschen Aktienmarkt. Dies ist vor dem Hintergrund der Stabilität des Geschäftes begründbar. Da zum Bewertungszeitpunkt eine Reihe von Risikofaktoren für die zukünftige Ertragsentwicklung bestehen (Endlagerungskosten Atommüll) kann jedoch nicht von einem risikolosen Investment gesprochen worden. Die Untergrenze einer plausiblen Bandbreite für den verschuldeten Beta-Faktor ergibt sich daher

mit 0,40. Eine Erhöhung wegen des operativen Risikos lässt sich schwer quantifizieren. Der Sachverständige führt aus, dass als Anteil hierfür der in der Peer-Group enthaltene Beta-Faktor der RWE AG dienen könnte, der bei im wesentlichen vergleichbarer Geschäftstätigkeit ein unverschuldetes Beta von 0,52 aufweist. Daraus resultiert eine Obergrenze für eine plausible Bandbreite des Beta-Faktors der NWS bei rund 0,60.

s3) Wachstumsabschlag

Der Bewertungsgutachter hat einen Wachstumsabschlag von 0,5 % angesetzt. Diese Bemessung erfordert eine unternehmensindividuelle Prognose. Der Sachverständige führt aus, dass neuere Untersuchungen zu dem Ergebnis kommen, dass die durchschnittlichen Gewinnsteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit immer unter der Inflationsrate lagen, und zwar relativ konstant bei rund 45 % der Inflationsrate. Berücksichtigt man sodann das Markt- und Wettbewerbsumfeld der NWS zum Bewertungszeitpunkt, erscheint der Ansatz eines Wachstumsabschlags unterhalb des erwarteten Gesamtdurchschnitts der deutschen Industrie noch als plausibel, so dass insgesamt der angesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 0,5 % eher vorsichtig bemessen ist.

Der Sachverständige weist für die Kammer überzeugend darauf hin, dass die Plausibilitätsbeurteilung des Kapitalisierungszinssatzes selbst nicht an den einzelnen Komponenten festgemacht werden kann. Vielmehr ist die Bandbreite des Kapitalisierungszinssatzes insgesamt zu betrachten. Eine Vergleichsrechnung mit Ober- und Untergrenzen ergibt: Basiszins mit Untergrenze 5 %und Obergrenze 5,5 %, Marktrisikoprämie mit Untergrenze 4 % und Obergrenze 6 %, Beta-Faktor mit Untergrenze 0,4 und Obergrenze 0,6, einem Risikozuschlag mit Untergrenze entsprechend 1,6 % und Obergrenze 3,6 % und damit einen Kapitalisierungszinssatz vor Steuern mit Untergrenze 6,6 % und Obergrenze 9,1 % abzüglich typisiertem Steuersatz (35 %) ergibt einen Kapitalisierungszinssatz nach Steuern im Detailplanungszeitraum mit einer Untergrenze von 4,29 % und einer Obergrenze von 5,91 %. Abzüglich eines Wachstumsabschlags (nur in der ewigen Rente) ergibt sich eine Bandbreite des Kapitalisierungszinssatzes dort von 3,39 % als Untergrenze und

5,41 % als Obergrenze. Dies ergibt Unternehmenswerte zum 15.04.2003 von 3.879 Mio. € bei der Untergrenze und 2.620 Mio. € bei der Obergrenze. Daraus, so der Sachverständige überzeugend, wird deutlich, dass der vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegte Kapitalisierungszinssatz sich im unteren Bereich der plausiblen Bandbreite bewegt und damit für die Antragsteller vorteilhaft bestimmt ist. Darüber hinaus ist nicht erkennbar, dass bei der Bemessung der einzelnen Komponenten die gegebenen Bandbreiten immer einseitig zu Lasten der Antragsteller ausgenutzt worden wären. Insgesamt kommt deshalb auch die Kammer zur Auffassung, dass der Kapitalisierungszinssatz in seiner Gesamthöhe nicht beanstandet werden kann.

t) Problem Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner

Bewertungssystematisch ist die persönliche Einkommenssteuerbelastung der Anteilseigner bei der Ermittlung des Unternehmenswerts - in Abhängigkeit von der Betrachtung der Alternativrendite und der dort eingerechneten Steuerbelastung - mit zu berücksichtigen. Die persönliche Einkommenssteuer mindert den beim Anteilseigner verbleibenden finanziellen Überschuss und ist damit bewertungsrelevant. Da die steuerlichen Verhältnisse der außen stehenden Aktionäre nicht oder zumindest nicht vollständig bekannt sind, ist eine Typisierung der Steuerbelastung notwendig. Dass die den im zum Stichtag gültigen IDW S1 a. F. vorgesehenen typisierten Steuersatz von 35 % eingesetzt hat, ist nach Überzeugung der Kammer nicht zu beanstanden. Er stellt die bestmögliche verfügbare Schätzung dar. Wenn man aufgrund der praktischen Schwierigkeiten der Einbeziehung der persönlichen Steuern der Anteilseigner die Unternehmensbewertung vor persönlichen Steuern durchführen würde, könnten die vorgebrachten Begründungen der Antragsteller jedoch nicht zu einem höheren Unternehmenswert und damit zu einer Erhöhung der Barabfindung führen. Die Begründungen der Antragsteller zielen nämlich auf einen niedrigeren anzusetzenden Steuersatz oder auf eine Unternehmenswertermittlung ohne Einbeziehung persönlicher Steuern ab. In beiden Fällen ergebt sich ein niedrigerer Unternehmenswert als im Bewertungsgutachten.

u) Sonderwerte Kernkraft

Der Sachverständige legt überzeugend dar, dass bei den sog. Sonderwerten für den Bereich Kernkraft es sich um Korrekturwerte handelt. Im Ertragswert - der wesentlich über das nachhaltige Ergebnis des Jahres 2007 bestimmt wird - wird unterstellt, dass weiterhin ein Bezug von Kernenergie nach den Konditionen des Jahres 2006 unbegrenzt erfolgen kann. Da zum Bewertungsstichtag von einem Stillstand der Blöcke I und II des Kernkraftwerks Neckarwestheim in den Jahren 2008 bzw. 2022 auszugehen ist, erfordert diese Tatsache jedoch einen sukzessiven Ersatz der Kernkraftwerke durch andere Energieträger. Die Berücksichtigung des tatsächlichen Sachverhalts erfolgt über Sonder- bzw. Korrekturwerte, die im Ergebnis die Bewertung so fortentwickeln, als wäre von vornherein dieses Szenario in das nachhaltige Ergebnis einbezogen worden (Sonder- bzw. Korrekturwert Kernkraftwerk T. € 1.155.433). bezüglich der in das Modell eingehenden Basisdaten, so der Sachverständige, ist festzustellen, dass die von der NWS zur Verfügung gestellten Berechnungen der Rückstellungen und Anzahlungen von der auskunftsmäßig nach überschlägiger Plausibilisierung ohne Anpassungen in das Bewertungsmodell übernommen worden sind. Nach den Feststellungen des Sachverständigen konnten die wesentlichen Basisdaten plausibilisiert werden. Die Eingabendaten liegen jeweils in einer Bandbreite sinnvoller Größen und lassen im Einzelnen und insgesamt keine Tendenz hin zu einer Benachteiligung der ausscheidenden Aktionäre erkennen. Insgesamt ist daher das Vorgehen des Bewertungsgutachters grundsätzlich als sachgerecht anzusehen. Es bleibt jedoch festzustellen, dass der Sonderwert Kernkraftwerk auf dem auch derzeit noch gültigen Ausstiegsszenario basiert, insbesondere auf der Annahme, dass das Endlager Gorleben wie geplant realisiert wird. Angesichts des zum Bewertungsstichtag schon bezeichnenden Stillstands beim Endlager Gorleben und dem voraussichtlich nicht mehr einzuhaltenden Zeitpunkt der Inbetriebnahme des Endlagers bestehen - auch vor dem Hintergrund der politischen Diskussion - erhebliche Unsicherheiten, ob das unterstellte Szenario verwirklicht wird oder ob weitere mögliche Endlagerstätten geprüft werden können. Letzteres würde für die Betreiber zu erheblichen Mehraufwendungen führen. Angesichts der vorstehenden Risiken geht deshalb der Sachverständige nach Überzeugung der Kammer richtiger Weise davon aus, dass die als Sonderwert bezeichneten Korrekturwerte, die mit 1.155,4 Mio. € rund 35 % des Unternehmenswerts ausmachen, sich am oberen Ende einer möglichen sachgerechten Wertbandbreite bewegen. Es ist deshalb festzustellen, dass die Berechnungen korrekt ausge-

führt wurden, wobei die Prämissensetzung bezogen auf den Unternehmenswert grundsätzlich werterhöhend erfolgte. Der Sonder- bzw. Korrekturwert wurde, soweit ersichtlich, in allen Belangen zugunsten der Antragsteller unterstellt.

v) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Nach der Definition muss nicht betriebsnotwendiges Vermögen frei veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (vorherrschendes funktionales Abgrenzungskriterium). Der Sachverständige stellte fest, dass die Abgrenzung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens vom Bewertungsgutachter in richtiger Verfahrensweise nach der funktionellen Abgrenzung angewandt und eine Bewertung zu Liquidationswerten vorgenommen wurde. Die Prüfungsfeststellungen ergaben bei einer Plausibilitätsuntersuchung des Sachverständigen folgende Werte:

Bauplätze und ungenutzte Flächen: 1,1 Mio. €, Ackerland, Grünland, landwirtschaftliche Flächen, Wiesen, Umland 1,0 Mio. € und übrige beanstandete oder auffällige Grundstücke 2,1 Mio. €, insgesamt 4,2 Mio. € und damit keine wesentliche Auswirkung auf den Unternehmenswert.

w) Börsenkurs

Die Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen ergaben einen durchschnittlich gewichteten Börsenkurs von 405,31 € bei Zugrundelegung des vom BGH angesetzten Dreimonatsdurchschnitt des Aktienkurses vor dem Hauptversammlungstermin, (hier 15.04.2003). Die Kammer schließt sich hier jedoch der Entscheidung des Oberlandesgerichts Stuttgart vom 16.02.2007, Aktenzeichen 20 W 6/06 an, wonach ein Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zugrunde zu legen ist. In diesem Zeitraum (vor der Ad-hoc-Mitteilung vom 26.11.2002) lag der durchschnittlich gewichtete Börsenkurs jedoch bei 355,17 €. Die vom Sachverständigen durchgeführte Analyse der Kursentwicklung im Zeitraum 01.02.2001 bis 02.05.2003 zeigt insbesondere im Zeitraum 28.02.2003 bis 31.03.2003 einen offensichtlich im Zusammenhang mit der Einladung zur Hauptversammlung (04.03.2003) stehenden Anstieg von ca. 375,00 € auf ca. 440,00 € und einen Rückgang auf 400,00 € im Zeitpunkt der

Hauptversammlung (15.04.2003). Die Anwendung des Dreimonatszeitraums vor dem Hauptversammlungstermin zeigt im vorliegenden Fall deutlich, dass die Kursentwicklung im Berechnungszeitraum durch die Bekanntgabe der Maßnahme selbst beeinflusst ist. Die Zugrundelegung des Zeitraums gemäß der Rechtsprechung des BGH führt deshalb nicht zu sachgerechten Ergebnissen. Darüber hinaus erscheint es auch fraglich, ob der Aktienkurs bei der vorliegenden geringen Handelstätigkeit überhaupt als Wertmaßstab herangezogen werden kann. Als Untergrenze für die Barabfindung ist deshalb der gewichtete Durchschnittskurs von 355,17 € zugrunde zu legen, der damit unter der Barabfindung von 396,50 € liegt.

Da auch bei Einbeziehung der Garantiedividende bei dem vorliegenden Sachverhalt keine höhere Abfindung hergeleitet werden kann, ist nach alledem den Anträgen der Antragsteller der Erfolg zu versagen. Der gerichtliche Geschäftswert i.H.v. 600.000,- € ist im vorliegenden Verfahren gemäß § 306 Abs. 7 S. 5, S. 6 i. V. m. § 30 Abs. 1 KostO nach freiem Ermessen zu bestimmen. Der Geschäftswertansatz des Unterschiedsbetrages zwischen den im Vertrag angebotenen Ausgleichs- oder Abfindungsleistungen und den im Spruchstellenverfahren zugesprochenen Leistungen kann hier mangels Erfolgs der Anträge der Aktionäre nicht zugrunde gelegt werden. Deshalb ging die Kammer von der Hälfte des Nominalkapitals der Anteile der außen stehenden Aktionäre aus. Dieser ist auf die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller anteilsmäßig aufzuteilen, nachdem nicht alle Antragsteller offen gelegt haben, wie viele Aktien sie jeweils halten.

Die Gerichtskosten und die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller sowie des gemeinsamen Vertreters der außen stehenden Aktionäre, für dessen Tätigkeit 10.000,00 € zuzüglich Auslagen und Mehrwertsteuer angemessen sind, tragen Antragsgegnerin Ziff. 2 gemäß §§ 327 ff. AktG a. F., 13 a FGG. Da die Frage streitig war, ob vor der Geltung des Spruchverfahrensgesetzes Anträge zur angemessenen Festsetzung der Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären gegen das Unternehmen der Aktionäre, oder gegen den Mehrheitsgesellschafter oder gegen beide gleichzeitig zu richten waren, entspricht es billigem Ermessen, diese offene Rechtsfrage, die erst mit Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes vom Gesetzgeber geklärt wurde, nicht zum Nachteil der An-

tragsteller auswirken zu lassen mit der Folge, dass diejenigen Anträge der Antragsteller, die sowohl unzulässig als auch unbegründet waren, keine andere Kostenregelung erfahren, als die Antragsteller, die ihre Anträge nur gegen die Hauptaktionärin gerichtet haben im Sinne des § 5 Nr. 3 Spruchverfahrensgesetz.