

**Beglaubigte Abschrift**



**Landgericht Berlin**

**Beschluss**

Geschäftsnummer: 102 O 126/03 AktG

28.03.2017

gegen

Antragsgegnerin,

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 28.03.2017 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht, die Handelsrichterin und den Handelsrichter beschlossen:

1. Die angemessene bare Zuzahlung pro Stückaktie der ehemaligen Bewag AG wird auf 2,30 EUR festgesetzt.
2. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen.
3. Der Geschäftswert für die gerichtlichen Kosten sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters wird auf 7,5 Millionen EUR festgesetzt.

Gründe:

I.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren ehemalige Aktionäre der Bewag AG (nachfolgend auch kurz als Bewag bezeichnet) die Festsetzung einer baren Zuzahlung, nachdem die Bewag AG im Jahr 2003 auf die (nachfolgend auch kurz oder genannt) verschmolzen worden ist. Sie halten das seinerzeit im Rahmen dieser Transaktion durch die Antragsgegnerin festgesetzte Umtauschverhältnis von 0,5976 Aktien der für eine Aktie der Bewag AG für unzureichend, da der Unternehmenswert der Bewag AG höher anzusetzen sei als im Verschmelzungsbericht angenommen.

Die Verschmelzung der Unternehmen fand im Rahmen der Privatisierung und Liberalisierung des deutschen Strommarktes statt, welche Mitte der 1990er Jahre durch die entsprechende Gesetzgebung eingeleitet worden war. Nach der Privatisierung auch der ostdeutschen Stromindustrie kam es in der Folge des 1998 in Kraft getretenen neuen Energiewirtschaftsgesetzes zu Bildung zu Unternehmenszusammenschlüssen, um eine bessere Ausgangsposition im erweiterten europäischen Strommarkt einnehmen zu können. Die auf EU-Rechtsnormen mit dem Ziel einer vollständigen unionsweiten Marktöffnung beruhende Reform des Energiewirtschaftsgesetzes schuf einen allgemeinen Anspruch auf den Zugang zu Stromleitungsnetzen und brach die bis zu diesem Zeitpunkt bestehende integrierte Wertschöpfungskette der Unternehmen auf.

Die erste Phase der Liberalisierung führte zu einem deutlichen Rückgang der Preise, die für Industriekunden bis zum Jahr 2000 um rund 40 % sanken. Auch die Preise für Haushaltskunden zeigten sich zunächst rückläufig, wenn auch nicht in gleichem Maße wie für gewerbliche Abnehmer, erreichten aber schon im Jahr 2003 wieder das vor der Liberalisierung bestehende Niveau. Im Bereich der Industriekunden kam es dann ab 2001 zu einem Wiederanstieg der Preise, wenn auch nicht in gleichem Maße wie im Haushaltsbereich. Trotz dieser Entwicklung war die Bereitschaft der Konsumenten, den Versorger zu wechseln, nur schwach ausgeprägt. Nach einer Untersuchung des VDEW hatten bis Herbst 2002 lediglich 4,3 % der privaten Haushalte und 6,4 % der Gewerbekunden den Stromlieferanten gewechselt.

Im Juni 2000 trat das Kraft-Wärme-Kopplung-Gesetz (KWKG) in Kraft, welches durch die Festlegung einer Mindestvergütung der Förderung des derart erzeugten Stroms dienen sollte. Mit dem am 1. April 2002 in Kraft getretenen Gesetz für die Erhaltung, die Modernisierung und den Ausbau der Kraft-Wärme-Kopplung wurde der zeitliche Rahmen für die Förderung dieser Art der Stromerzeugung bis zum Jahr 2010 verlängert.

Zur Integration der ostdeutschen Energiebetriebe in ein gesamtdeutsches Gefüge traten Ende der 90er Jahre Bestrebungen der öffentlichen Hand, die bis zu diesem Zeitpunkt mehrheitlich in staatlichem Besitz befindlichen Energieversorgungsunternehmen teilweise oder vollständig zu privatisieren. In der Regel geschah dies – wie auch in Berlin – mit der Absicht, finanzielle Mittel zur Sanierung der öffentlichen Haushalte zu generieren.

Die Bewag war bereits vor der Wiedervereinigung börsennotiert, wobei das Land Berlin bis Mitte 1997 eine Anteilsmehrheit von 50,8 % hielt und sich 29,2 % der Aktien im Streubesitz befanden. Das Land Berlin veräußerte dann sein Aktienpaket an ein Bieterkonsortium, deren Mehrheitseigner eine Tochtergesellschaft des US-Unternehmens Southern Energy, Inc. war. Diese hielt ab Oktober 1997, ebenso wie die Bayernwerk (VIAG), einen Aktienanteil von jeweils 26,00 %.

Ebenfalls im Jahr 1997 begann die Freie und Hansestadt Hamburg mit der Privatisierung der (ehemaligen) Hamburgischen Electricitätswerke Aktiengesellschaft HEW, wobei sie bis Ende 1999 noch einen Mehrheitsbesitz von 50,20 % beibehielt. Hiervon wurde ein Anteil von 25,1 % im November 1999 an die Antragsgegnerin veräußert.

Im Jahr 2000 entstanden durch die Fusion von RWE (alt) und VEW die RWE Aktiengesellschaft und der aus der Fusion von VEBA und VIAG die E.ON AG, womit diese beiden Konzerne ungefähr 70 % der deutschen Stromerzeugung auf sich vereinen konnten. Diese Konzentrationsbestrebungen wurden auf politischer Ebene kritisch begleitet, da sie die mit der Liberalisierung der Strommärkte politisch verfolgten Ziele zu konterkarieren drohten.

Entsprechend waren die vorgenannten Fusionen auch mit kartellrechtlichen Auflagen verbunden. So mussten beide Konzerne ihre Beteiligungen an dem in Berlin ansässigen Versorger VEAG Vereinigte Energiewerke Aktiengesellschaft aufgeben, in dem nach der Wiedervereinigung 1990 große Teile der ostdeutschen Stromproduktion und Verteilernetze zusammengeführt worden waren. Daneben musste E.ON auch seine bis zu diesem Zeitpunkt bestehende Beteiligung an der Bewag in Höhe von 49,00 % veräußern. Über den Erwerb dieses Pakets einigten sich E.ON und HEW, die im Mitte 2000 lediglich über einem geringen Anteilsbesitz an der Bewag in Höhe von 1,48 % verfügte, bereits im Spätsommer des Jahres 2000. Gegen dieses beabsichtigte Geschäft ging jedoch Southern Energy gerichtlich vor, da sie selbst die Absicht besaß, die Mehrheit an der Bewag zu übernehmen.

Gleichfalls im Jahr 2000 erwarb schließlich die Mehrheit an der HEW, nachdem E.ON und die schwedische Sydkraft AB ihren Beteiligungen in Höhe von insgesamt 37,5 % des Grund-

kapitals mit Wirkung zum 1. Januar 2001 an beziehungsweise unmittelbare Konzerngesellschaften veräußert hatten.

Die HEW ihrerseits erhielt im Dezember 2000 den Zuschlag für den Erwerb der vormals von E.ON Energie und RWE Energie an der VEAG und der Lausitzer Braunkohlegesellschaft (LAUBAG) gehaltenen Aktien.

Vor diesem Hintergrund sollte mit Unterstützung der Politik in Nordostdeutschland ein Gegengewicht zu den beiden Großkonzernen RWE und E.ON als so genannte „Neue Kraft“ oder „Vierte Kraft“ entstehen. Diese sollte aus den bis dahin nicht unmittelbar miteinander verbundenen Unternehmen HEW, VEAG, LAUBAG sowie der Bewag AG gebildet werden. Am 27. April 2001 gaben dann Vattenfall, die zwischenzeitlich in Mirant B.V. umfirmierte Southern Energy, HEW und der Berliner Senat die sogenannte „Gemeinsame Erklärung zur Bildung einer Vierten Kraft auf dem Energiesektor in Deutschland“ ab, mit welcher der Berliner Senat der Übertragung der Bewag-Aktien auf HEW und Mirant zustimmte. In der Folge erwarb HEW die Anteile der E.ON sowie, neben einem bis zu diesem Zeitpunkt von Allianz und Münchener Rück gehaltenen Aktienpaket von 9,23 %, auch 3,72 % der Aktien aus dem Streubesitz. Einen Teil der erworbenen Aktien veräußerte HEW dann in einem zweiten Schritt an Mirant, so dass beide Unternehmen nach Abschluss dieser Transaktion zu jeweils 44,76 % am Grundkapital der Bewag beteiligte waren.

Im Anschluss konnten sich die Antragsgegnerin und Mirant jedoch nicht über die Konditionen der für die Bildung der „Neuen Kraft“ erforderlichen Fusion einigen, so dass die Antragsgegnerin eine Zusammenführung von HEW, VEAG und LAUBAG ohne Einbeziehung der Bewag vorantrieb.

Im Dezember 2001 war Mirant – auch vor dem Hintergrund finanzieller Schwierigkeiten – bereit, ihr Aktienpaket an der Bewag an HEW zu veräußern. Für den 44,76 %igen Anteil wurde ein außerbörslicher Kaufpreis von 1,632 Mrd. USD vereinbart, was umgerechnet auf den seinerzeitigen Wechselkurs einem Betrag von 1,835 Mrd. EUR beziehungsweise 18,30 EUR je Aktie entsprach.

Finanziert wurde der Kauf dieses Aktienpakets – wie auch der Erwerb der weiteren Anteile an der Bewag – durch die Verwendung von Rückstellungen der Kernkraftwerksgesellschaften sowie der LAUBAG.

Im Januar 2002 teilte dann mit, dass HEW, Bewag, VEAG und LAUBAG in einer gemeinsamen Obergesellschaft unter dem Namen „Vattenfall Europe“ mit Sitz in Berlin zusammengeführt werden sollten. Die neue Holding sollte zum 1. Januar 2003 ihren Betrieb aufnehmen.

Im Laufe des Jahres 2002 konsolidierte Vattenfall AB ihren Anteilsbesitz an ihren Beteiligungsunternehmen. Hierzu gehörte insbesondere der Erwerb des 25,1%igen Paktes der Freien und Hansestadt Hamburg (gehalten durch die landeseigene Verwaltungsgesellschaft HGV) an der HEW, wodurch Vattenfall AB nunmehr 98,9 % der Anteile an dieser Gesellschaft innehatte. Ferner begann Vattenfall AB durch die Ausgliederung operativer Einheiten auf neu gebildete Untergesellschaften mit der Schaffung der späteren Strukturen des Konzerns der Antragsgegnerin. Darüber hinaus stimmten am 21. beziehungsweise 22. August 2002 die Hauptversammlungen von HEW und VEAG der Verschmelzung der VEAG auf die HEW zu. Auf der Hauptversammlung der HEW wurde nunmehr auch erstmals bekannt gegeben, dass für Anfang des Jahres 2003 eine Verschmelzung von HEW und Bewag geplant sei. Im September 2002 entstand schließlich die jetzige Antragsgegnerin (im Folgenden auch als bezeichnet) als Holding-Gesellschaft, nachdem zuvor das operative Geschäft der HEW auf eine Vorrats-AG übertragen worden war.

Zeitgleich waren die Vorbereitungen der Verschmelzung der Bewag auf die Antragsgegnerin im Gang, wobei die Verschmelzungsprüferin (im Folgenden auch kurz als bezeichnet) auf Antrag der Antragsgegnerin bereits am 29. August 2002 durch die Kammer bestellt worden ist. Gleichfalls im Vorgriff auf die beabsichtigte Verschmelzung beschlossen die Gremien der Bewag im September 2002, das operative Geschäft der Gesellschaft auf eine AG & Co. KG auszugliedern. Im November 2002 wurde zum einen die Sitzverlegung der Antragsgegnerin nach Berlin in das Handelsregister eingetragen und zum anderen – am 28. November 2002 – das vorgesehene Umtauschverhältnis für die beabsichtigte Verschmelzung im Rahmen von Ad-hoc-Mitteilungen bekanntgemacht.

Die Vorstände von Antragsgegnerin und Bewag beauftragten die mit der Ermittlung der Unternehmenswerte beider Unternehmen auf den Stichtag 31. Januar 2003 und die Festlegung des auf diesen Tag bezogenen Umtauschverhältnisses. erstattete ihr Gutachten am 28. November 2002 und gelangte darin zu Unternehmenswerten für die Bewag von 3.188,5 Mio. EUR und für die von 4.482,7 Mio. EUR. Aus diesen Werten errechnete sie ein Umtauschverhältnis von 0,5976 Aktien der Antragsgegnerin für je eine Stückaktie der Bewag.

Die gerichtlich bestellte Verschmelzungsprüferin bestätigte die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses mit einem gleichfalls am 28. November 2002 fertiggestellten Gutachten, das keine wesentlichen eigenen Überlegungen der Prüferin enthielt.

Die Hauptversammlungen beider Gesellschaften stimmten am 31. Januar 2003 (Bewag AG) beziehungsweise 6. Februar 2003 mit der Stimmenmehrheit der Antragsgegnerin einer Verschmelzung zu den im Verschmelzungsbericht festgelegten Konditionen zu. Die Eintragung des Beschlusses im Handelsregister der Bewag AG bei dem Amtsgericht Charlottenburg erfolgte jedoch erst im Spätsommer 2003, nachdem zuvor Anfechtungsklagen erhoben worden waren. Sie wurde durch das zuständige Handelsregister bei dem Amtsgericht Charlottenburg am 2. September 2003 im Tagesspiegel, am 2. September 2003 in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung und am 23. Oktober 2003 im Bundesanzeiger bekannt gemacht.

Das Grundkapital der Bewag im Bewertungsstichtag betrug 582,4 Mio. EUR und war eingeteilt in 150.666.800 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien der Gruppe A und 73.333.200 Namensaktion der Gruppe B, denen ein doppeltes Stimmrecht zukam. Aktien der Gruppe A waren unter anderem an den Börsen Frankfurt, Berlin und Amsterdam notiert. Die Antragsgegnerin war zum Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlung mit 89,52 % an Grundkapital beteiligt, wobei sie sämtliche Aktien der Gruppe B hielt.

Die Bewag betrieb in Berlin elf eigene Heizkraftwerke und zwei Blockheizkraftwerke, wobei 56 % der Energieerzeugung in Kraft-Wärme-Kopplung erfolgten, bei der reinen Wärmeerzeugung betrug der Anteil 87,4 %. Als Energieträger dienten hauptsächlich Steinkohle und Erdgas. Im Jahr 2003 handelte es sich bei der Bewag mit einer Gesamtlänge des Leitungsnetzes von rund 40.000 km um den größten FernwärmeverSORger Westeuropas. Wesentliche Beteiligungen der Bewag bestanden mit einem Anteil von 31,58 % an dem Berliner Gasversorger GASAG, einer Mehrheitsbeteiligung von 75,22 % an der Fernheizkraftwerk Neukölln AG sowie einem Anteil von 51 % an der EnergieSüdwest AG.

Das Grundkapital der – wie oben dargestellt – aus HEW und VEAG entstandenen Antragsgegnerin betrug 240.539.010,26 EUR und war eingeteilt in 188.181.364 nennwertlose Stückaktien, die unter anderem an den Börsen Frankfurt, Berlin und Hamburg zum Handel zugelassen waren. Die Mehrheit der Aktien in Höhe eines Anteils von 91,82 % hielt unmittelbar und mittelbar die schwedische Vattenfall AB. Einen weiteren Anteil von 4,94 % hielt Vattenfall AB gemeinsam mit Sal. Oppeheim jr. & Cie. über die Koros GmbH & Co. KG. Weitere 2,22 % wurden von der EnBW gehalten während sich die restlichen 1,02 % der Aktien im Streubesitz befanden. Die Stromerzeugung der Antragsgegnerin beruhte im Stichtag im Wesentlichen auf den Energieträgern Braunkohle (LAUBAG) und - über die von der ehemaligen HEW übernommenen Beteiligungen an den Kernkraftwerksgesellschaften Brokdorf (20,0 %), Krümmel (50,0 %), Brunsbüttel (66,7 %) und Stade (33,3 %) - auf Atomkraft. Daneben betreibt die Antragsgegnerin auch konventionelle Kraftwerke auf Basis fossiler und regenerativer Energieträger zur lokalen Energieversorgung.

Testierte Jahresabschlüsse für die Antragsgegnerin lagen wegen der Entstehung der Gesellschaft im September 2002 zum Bewertungsstichtag noch nicht vor. Die Finanzlage ergab sich vielmehr aus dem Einzelabschluss der LAUBAG sowie den Konzern- und Einzelabschlüssen der ehemaligen HEW sowie der ehemaligen VEAG.

Die Antragsteller sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre machen neben verfahrensrechtlichen Einwendungen geltend, das Umtauschverhältnis sei zu Lasten der ehemaligen Bewag-Aktionäre zu niedrig ausgefallen. Zudem habe keine gesetzlich vorgesehene Prüfung durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen stattgefunden, da seine Arbeiten zeitlich parallel zu der von der Antragsgegnerin beauftragten Bewertungsgutachterin ausgeführt habe.

Die überwiegende Mehrzahl der Antragsteller macht geltend, dass das Umtauschverhältnis nach der Börsenkursrelation der Aktien von Bewag und hätte bestimmt werden müssen. Bei Wahl dieser Betrachtungsweise ergebe sich ein zu Gunsten der Bewag-Aktionäre deutlich verbessertes Umtauschverhältnis von mindestens 0,8 zu eins. Bei einer freien Desinvestition und Reinvestition zum Stichtag sei es den Aktionären der Bewag möglich gewesen, ein solches Umtauschverhältnis zu realisieren. Jedenfalls sei der Börsenkurs der Bewag-Aktie nach der maßgeblichen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts als Untergrenze anzusetzen.

Die relative Unterbewertung der Bewag zeige sich auch bei der Betrachtung weiterer Parameter neben dem Börsenkurs. So besitze die Bewag eine deutlich höhere Eigenkapitalquote als die . Gleichfalls sei der Bestand an liquiden Mitteln höher, was für eine solidere Finanzierung spreche. Zudem habe die Bewag in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag regelmäßig eine um bis zu 57 % höhere Dividende ausgeschüttet als

Die Planung könne zu großen Teilen nicht nachvollzogen werden, zumal sich der Verschmelzungsbericht über weite Strecken auf allgemeine Ausführungen zur rechtlichen Lage und der Liberalisierung des Strom- und Gasmarktes beschränke. Auch beschränkten sich die Angaben im Bericht auf die erwarteten Roherträge ohne die in den verschiedenen Bereichen erwarteten Strompreise offen zu legen. Die Strompreisentwicklung würde ohnehin falsch eingeschätzt, da zum Stichtag für Industriekunden von einem Wiederanstieg der Preise und für Haushaltskunden von keinen wesentlichen Preissenkungen auszugehen gewesen sei. Daneben sei auch grundsätzlich nicht plausibel, dass sich verschiedene Aufwands- und Ertragspositionen bei Bewag und Vattenfall gegensätzlich entwickeln sollen. Dies gelte insbesondere für den prognostizierten Rückgang der Ergebnisse der Bewag in der ewigen Rente gegenüber einer für angenommenen Ergebnisverbesserung. Die Annahme negativer Zukunftsaussichten für Kraft-Wärme-Kopplung sei nicht gerechtfertigt, da allein der Umstand, dass diese Art der Stromerzeugung ge-

setzlich gefördert werde nicht dafür spreche, dass sie auf Dauer unwirtschaftlich sei. Vielmehr handele es sich um eine Zukunftstechnologie.

Zahlreiche Beteiligungen der Bewag seien aus „Vereinfachungsgründen“ unzulässig lediglich mit ihrem Buchwert in Ansatz gebracht worden. Jedenfalls für die GASAG und die Fernheizwerk Neukölln AG hätte jeweils eine gesonderte Ermittlung des Barwerts erfolgen müssen. Auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht hinreichend erläutert worden. So fehlten jegliche Angaben zu den Verkehrswerten der einzelnen Immobilien. Auch fehle die Ermittlung des Liquidationswerts. Angesichts der bei der Bewag zum Stichtag vorhandenen Finanzanlagen und Gewinnrücklagen könne nicht ausgeschlossen werden, dass dieser den Ertragswert übersteige.

Die Antragsteller kritisieren weiter die für den Kapitalisierungszinssatz herangezogenen Komponenten. Der angenommene Basiszinssatz von 5,5 % sei zu hoch, da zum Bewertungsstichtag Bundesanleihen nur mit 4,1 % bis 4,3 % rentiert hätten. Auf der anderen Seite sei ein höherer Wachstumsabschlag als von der Antragsgegnerin in Ansatz gebracht zu veranschlagen, da ein solcher von lediglich 0,25 % nicht plausibel sei.

Die Annahme eines identischen Risikos für beide Unternehmen ist nach Auffassung der Antragsteller sowie des gemeinsam Vertreters nicht nachvollziehbar. Es existiere bereits ein deutlicher Unterschied im Kapitalstrukturrisiko, da die Bewag im Gegensatz zur hochverschuldeten Antragsgegnerin fast schuldenfrei sei und daneben über hohe Liquiditätsreserven verfüge. Während die Eigenkapitalquote der Bewag bei 83,3 % liege, verfüge die Antragsgegnerin lediglich über eine deutlich niedrigere Eigenkapitalquote von 17,2 %.

Daneben berge vor allem die Stromerzeugung der deutlich höhere Risiken als diejenige der Bewag. Neben möglichen Kosten für die Deckungsvorsorge durch einen nicht auszuschließenden Atomunfall müsse die Antragsgegnerin in der Zukunft weitere, erhebliche Aufwendungen für den Rückbau der Atomkraftwerke tätigen. Die hierfür anfallenden Kosten seien in der Planungsrechnung deutlich zu niedrig angesetzt, da der voraussichtlich entstehende Deckungsbedarf mit 4 bis 5 Mio. EUR anstelle der geplanten 2,5 Mio. EUR gut doppelt so hoch sei. Auch die zukünftigen Aussichten für die Stromgewinnung auf der Basis von Braunkohle seien als negativ einzuschätzen. Ebenso wie für die Atomkraftwerke fielen hier langfristig Aufwendungen für die Renaturierung der Abbaugelände an, was in der Planung nicht hinreichend berücksichtigt worden sei.

Als Untergrenze für den Wert der Bewag-Aktien seien jedenfalls die von der Antragsgegnerin für den Erwerb des Aktienpakets von Mirant und weiterer Aktien der Bewag im Jahr 2001 gezahlten Preise maßgeblich, über deren genaue Höhe die Auffassungen der Antragsteller zum Teil ausein-

andergehen. Jedenfalls seien die fraglichen Erwerbspreise als Indiz für den wahren Verkehrswert der Aktien der Bewag anzusehen.

Die Antragsteller beziehungsweise der gemeinsame Vertreter wenden weiterhin ein, dass das Jahresergebnis der Bewag in 2003 zu Unrecht eineinhalbmals in das Ergebnis der Antragsgegnerin eingeflossen sei.

Die von der Antragsgegnerin im Jahr 2003 geplante Ausschüttung für 2002 in Höhe von 56,2 Mio. EUR könne als Werterhöhung nicht allein der Vattenfall zugerechnet werden, da der Ausschüttungsbetrag zum Teil aus der Sphäre der Bewag stamme. Jedenfalls müsse eine Abzinsung vom Tag der Hauptversammlung auf den Bewertungsstichtag vorgenommen werden.

Die Antragsteller beantragen,

eine angemessene Barzahlung gerichtlich festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin hält das von ihr ermittelte Umtauschverhältnis weiterhin für angemessen. Sie macht geltend, dass die Ermittlung des Umtauschverhältnisses im Jahr 2002 maßgeblich dadurch geprägt worden sei, dass die Bildung des [redacted] von starker politischer Einflussnahme auf der einen Seite und hohem Zeitdruck auf der anderen Seite geprägt gewesen sei.

Die Antragsgegnerin wendet ein, dass der Börsenkurs beider Unternehmen für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses irrelevant sei. Bei den Aktien der Bewag sei es ab dem Jahr 2001 zu einer spekulationsbedingten Überhöhung der Kurse gekommen, da die Bewag im Rahmen der Schaffung der „vierten Kraft“ als Übernahmekandidatin wahrgenommen worden sei. Vor diesem Hintergrund sei es jedenfalls nach der Ankündigung, dass Mirant seine Bewag-Anteile an die HEW veräußern werde, zu einem konstanten Anstieg des Aktienkurses von 13,90 EUR bis auf einen Wert von 15,20 EUR im September 2002 gekommen, als die Bewag eine Ad-Hoc Mitteilung über die beabsichtigte Verschmelzung herausgegeben hatte. Für die Aktie der [redacted] sei dagegen eine Marktmenge festzustellen gewesen. Angesichts des nur geringen handelbaren Anteils von 1,02 % der Anteile habe die Aktie der [redacted] beziehungsweise HEW keine ausreichende Liquidität besessen, um dem Kurs Aussagen zum Unternehmenswert entnehmen zu können.

Der Aktienkurs der Bewag Aktie könne im Rahmen der Umtauschrelation auch nicht als Unterwert herangezogen werden. Die DAT/Altana-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts sei auf

Fälle der Unternehmensverschmelzung nicht anwendbar. Es liege eine andere Ausgangssituation vor als bei sonstigen Strukturmaßnahmen, da die Minderheitsaktionäre ihre Rechtsposition nicht aufgeben müssten. Vielmehr bestehe diese nach der Verschmelzung in Form von Anteilen der aufnehmenden Gesellschaft fort. Zudem seien die kollidierenden Grundrechte auch der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft zu berücksichtigen. Eine isolierte Berücksichtigung des Börsenkurses lediglich der Bewag käme nicht in Betracht, da ein solches Vorgehen gegen den Grundsatz der Methodengleichheit verstieße.

Schließlich habe der Verschmelzung trotz der Mehrheitsbeteiligung der Antragsgegnerin keine Konzernsituation zugrunde gelegen, da Eingriff in den Willensbildungsprozess der Bewag - schon wegen des zeitlich erst kurz zuvor erfolgten Mehrheitserwerbs - nicht stattgefunden hätten.

Hinsichtlich der Stromerzeugung in Anlagen der Kraft-Wärme-Kopplung sei im Bewertungsstichtag nicht absehbar gewesen, ob und gegebenenfalls in welcher Form nach Ablauf des damals geltenden gesetzlichen Zeitrahmens eine Anschlussförderung existieren würde. Darüber hinaus sei davon auszugehen, dass allein das Bestehen eines Subventionsgesetzes ein hinreichender Anhaltspunkt dafür sei, dass die geförderte Technologie gegenüber anderen Technologien nicht effizient sei.

Die Kammer hat am 30. November 2004 einen Beweisbeschluss gefasst, diesen aber dann mit weiterem Beschluss vom 8. November 2005 unter Aufnahme konkreter Prüfungspunkte geändert. Sie hat dem Sachverständigen darüber hinaus eine abschichtende Vorgehensweise, insbesondere zur Frage der Notwendigkeit einer umfassenden Neubewertung, vorgegeben. Der Sachverständige wurde dann mit weiterem Beschluss vom 28. April 2006 mit der Begutachtung betraut, nachdem gegen die Person des zunächst ausgewählten Sachverständigen Bedenken geäußert wurden, welche die Kammer schließlich für durchgreifend erachtet hat.

Der Sachverständige hat daraufhin am 26. Oktober 2007 die Ergebnisse seiner Untersuchungen zur Phase I mitgeteilt. Dabei gelangte er zu dem Schluss, dass das Bewertungsgutachten von sehr knapp gehalten und daher nur eingeschränkt als Grundlage für die Plausibilisierung der durchgeführten Unternehmensbewertungen geeignet sei. Zwar sei keine vollständige Neubewertung erforderlich, allerdings müsse eine Reihe von Fragestellungen noch näher untersucht werden. Diese nähere inhaltliche Auseinandersetzung fand dann in weiteren Gutachten zur Phase II statt, welches der Sachverständige am 20. Dezember 2013 fertiggestellt hatte. Mit den Einwendungen vor allem der Antragsgegnerin gegen die dort getroffenen Feststellungen hat sich der Sachverständige in einer ersten ergänzenden Stellungnahme mit Datum vom 1. Juli 2015 auseinandergesetzt. Die Kammer hat in der Folge am 8. März 2016 eine Anhörung durchgeführt,

aufgrund derer der Sachverständige unter dem 11. Mai 2016 eine weitere ergänzende Stellungnahme abgegeben hat.

Wegen der Ergebnisse der Beweisaufnahme im Einzelnen wird auf die oben genannten Gutachten des Sachverständigen nebst Ergänzungen sowie die Sitzungsniederschrift vom 8. März 2016 Bezug genommen.

II.

Auf das Verfahren waren die ab dem 1. September 2003 geltenden Vorschriften für Spruchverfahren nach Maßgabe des SpruchG anzuwenden, da der erste Antrag nach diesem Stichtag bei Gericht eingegangen ist.

#### **A. Zulässigkeit der Anträge**

1. Die Anträge der noch am Verfahren beteiligten Antragsteller sind innerhalb der nach § 4 Abs. 1 Nr. 3 in Verbindung mit § 1 Nr. 4 SpruchG maßgeblichen Frist von drei Monaten nach dem Tag gestellt worden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am 1. Oktober 2003 nach § 10 HGB als bekannt gemacht galt. Sie sind bis zu dem insoweit maßgeblichen Fristende am 10. Januar 2004 bei Gericht eingegangen, da die letzte maßgebliche Veröffentlichung am 10. Oktober 2003 erfolgt ist.

2. Die Anträge der Antragsteller waren auch im übrigen zulässig, da alle antragstellenden Beteiligten nach Aufforderung durch die Kammer durch die Vorlage von Bescheinigungen ihrer Depotbanken nachgewiesen haben, dass sie bis zur Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister am 27. August 2003 Aktionäre der Bewag waren.

Zwar ist dies in der überwiegenden Anzahl der Fälle durch eine Depotabrechnung geschehen, die – lediglich – eine an den jeweiligen Aktionär gerichtete Mitteilung über den Umtausch der Aktien nach dem jeweiligen Aktienbestand enthält. Bei derartigen Mitteilungen besteht grundsätzlich das Problem, dass diese bankinternen Vorgänge nicht unbedingt zeitgleich mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister, sondern regelmäßig um mehrere Tage versetzt erfolge können. Damit ist nicht ausgeschlossen, dass zwischen diesen Daten noch ein Anteilserwerb erfolgt, der dann nicht mehr zur Einleitung eines Spruchverfahrens berechtigen würde. Dennoch hielt die Kammer die von den Antragstellern überreichten Unterlagen in diesem Verfahren noch für ausreichend, da eine entsprechende Nachweisführung vor dem Inkrafttreten des SpruchG akzeptiert wurde und während des Laufs der Antragsfrist im hiesigen Verfahren - nur

wenige Wochen nach dem Beginn der Geltung der Neuregelung - noch keine erhöhten Anforderungen bekannt waren. Die Antragsgegnerin hat nach Einreichung der genannten Unterlagen auch keine konkreten Einwendungen im Hinblick auf die fehlende Zulässigkeit der Anträge mehr erhoben.

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die gegen die Antragsgegnerin gerichteten Anträge haben in dem aus dem Beschlusstenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Insoweit erwies sich die den ehemaligen Minderheitsaktionären der Bewag für den Verlust ihres Aktieneigentums gewährte Kompensation in Form von Aktien der Antragsgegnerin als zu gering bemessen. Nach Maßgabe des § 15 Abs. 1 UmwG ist ein zu geringes Umtauschverhältnis durch die Gewährung einer baren Zuzahlung auszugleichen, welche vorliegend nach § 15 Abs. 1 Satz 2 UmwG durch die Kammer auf einen Betrag von 2,30 EUR je Stückaktie der ehemaligen Bewag AG festzusetzen war.

### **1. Verfahrensrügen**

a) Die von mehreren Antragstellern kritisierte so genannte Parallelprüfung führte grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Prüfberichts von [redacted] in dem Sinne, dass es als nicht erstattet anzusehen und daher ohne weiteres eine vollständige Neubewertung vorzunehmen gewesen wäre. In der Rechtsprechung war im Zeitpunkt der Verfahrenseinleitung durch die Antragsteller streitig, welche Schlussfolgerung aus einem zeitlich koordinierten Vorgehen des Verschmelzungsprüfers mit dem vom Hauptaktionär selbst beauftragten Sachverständigen gezogen werden können oder müssen. Richtiger Weise war und ist bei der Beantwortung dieser Frage zu differenzieren zwischen der Eignung des Gutachtens des Verschmelzungsprüfers als Prüfung des (privaten) Bewertungsgutachtens und der Eignung des Prüfers als Sachverständiger im Spruchverfahren.

Den in der Sache eingeschränkten Anforderungen des § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG wird der Bericht gerecht, da sich darin Angaben dazu finden, nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind, aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist sowie welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Darüber hinaus konnte es aus rein verfahrensrechtlicher Sicht auf mögliche Unzulänglichkeiten des Inhalts des Prüfungsgutachtens nicht ankommen. Weitere inhaltliche Beiträge hat die Prüferin im Verlauf des Verfahrens nicht geleistet. Insbesondere hat die Kammer ihre Entscheidung auch nicht auf das von der gerichtlich bestellten Prüferin [redacted] erstellte Gutachten gestützt. Dieses ist vielmehr durch die Beweisaufnahme überholt.

Im Übrigen hat der Bundesgerichtshof festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich – und von den Antragstellern behauptet – wie eine unzulässige Einflussnahme der Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

b) Soweit die Antragsgegnerin bemängelt, dass die Kammer die Verschmelzungsprüferin nicht angehört hat, war auch diese Einwendung in der Sache unerheblich.

Bei der Vorschrift des § 7 Abs. 2 SpruchG, welche die Anordnung des persönlichen Erscheinens der sachverständigen Prüfer zur mündlichen Verhandlung zum Gegenstand hat, handelt es sich (lediglich) um eine Sollvorschrift. Bereits nach dem Wortlaut der Norm kann eine Anhörung nämlich unterbleiben, wenn das Gericht der Auffassung ist, dass die Anhörung der Prüfer als sachverständige Zeugen zur Aufklärung des Sachverhalts entbehrlich ist. Eben dies war vorliegend der Fall. Angesichts des wenig Substanz enthaltenden Inhalts des Prüfgutachtens war nicht zu erwarten, dass eine Anhörung der Prüferin beziehungsweise der für diese tätigen Personen zu einem wesentlichen Erkenntnisgewinn für die Kammer beziehungsweise die Verfahrensbeteiligten beigetragen hätte. Dies galt insbesondere für eine von der Antragsgegnerin auch noch im weiteren Verlauf des Verfahrens für erforderlich gehaltene Anhörung. Das Gebot in § 7 Abs. 2 SpruchG bezieht sich auf die – in der Regel sinnvolle – Befragung des sachverständigen Prüfers in der ersten mündlichen Verhandlung, in der es häufig um die Klärung der Frage geht, ob beziehungsweise in welchem Umfang eine weitere beziehungsweise eigenständige Beweisaufnahme im Rahmen des Spruchverfahrens erforderlich ist. Ist bereits ein Beweisbeschluss ergangen und die Beweisaufnahme bis hin zur Erstattung eines schriftlichen Gutachtens fortgeschritten, ist eine Einbeziehung des Prüfers in das Verfahren grundsätzlich nicht mehr sinnvoll, es sei denn, dieser wäre in der Lage, noch rein tatsächlich unklare Vorgänge zu erläutern. Die Aufgabe des – nach dem Willen des Gesetzgebers neutralen – Prüfers besteht jedenfalls nicht darin, die Position der Antragsgegnerin gegen die Erkenntnisse eines gerichtlich bestellten Sachverständigen zu verteidigen.

## **2. Verfahrensanträge**

Den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 6) sowie 14) bis 17) – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

a) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich zum einen auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

b) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlte es vorliegend angesichts der im Einzelnen fehlenden Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren. Lediglich eine pauschale, nicht ganz fern liegende Vermutung, dass bestimmte Informationen für die Bestimmung des Ertragswerts des Bewag oder beider Gesellschaften von Bedeutung sein könnten, reichte nicht aus. § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG enthält keine gesetzlich vorgesehene Verpflichtung des Gerichts, auf Veranlassung der Antragsteller eine Ausforschung nach für das Verfahren relevanten Unterlagen zu betreiben.

### 3. Verschmelzungsrelation

Ein in einem Verschmelzungsvertrag festgesetztes Umtauschverhältnis im Sinne von § 15 Abs. 1 UmwG ist zu niedrig bemessen, wenn der Wert der Anteile am übertragenden Rechtsträger nicht in etwa dem Wert der ersatzweise zugeteilten Anteile am aufnehmenden Rechtsträger entspricht, sondern darüber liegt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. September 2009, 20 W 20/06, BeckRS 2009, 26409; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. Juli 2006, 20 W 5/05, BeckRS 2006, 10205).

Maßgeblich ist daher eine Ermittlung der Unternehmenswerte der aufnehmenden und der übertragenden Gesellschaft (vgl. auch WP-Handbuch 2008, Rdnr. 499). Hierzu hat das Gericht den Wert der Unternehmen unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse im Wege der Schätzung gemäß § 287 Absatz ZPO zu ermitteln (vgl. OLG München, Beschluss vom 2. April 2008, 31 Wx 85/06, BeckRS 2008, 11182; BayObLG, NZG 2006, 156; OLG Stuttgart, Beschluss vom 1. Oktober 2003, 4 W 34/93, BeckRS 2003, 09692) und anschließend unter Berücksichtigung der jeweils ausgegebenen Anteile ins Verhältnis zu setzen (vgl. zur Berechnung Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 419 f.).

Weicht das festgesetzte Umtauschverhältnis von der rechtlich zulässigen Relation ab, ist eine entsprechende Korrektur vermittels einer baren Zuzahlung herbeizuführen (vgl. OLG Frankfurt, NZG 2013, 104).

Allerdings besteht in diesem Rahmen entgegen der Auffassung einiger Antragsteller kein Meistbegünstigungsgebot zu Gunsten der Minderheitsaktionäre dergestalt, dass bei bestehender Unsicherheit über einzelne Größen, wie etwa die Höhe der Marktrisikoprämie oder des Betafaktors, stets der aus Sicht der Minderheitsaktionäre denkbar günstigste Wert heranzuziehen wäre. Weder die Verfassung noch § 15 Abs. 1 UmwG schreiben ein möglichst hohes, sondern nur ein angemessenes Umtauschverhältnis vor (vgl. OLG Frankfurt, NZG 2013, 104, 105). Im Übrigen kam die Anwendung eines Meistbegünstigungsprinzips zu Gunsten der Minderheitsaktionäre der Bewag schon aus dem Grunde nicht in Betracht, dass hiermit eine nicht zu rechtfertigende Benachteiligung der Minderheitsaktionäre der verbunden wäre.

#### **4. Durchgeführte Wertermittlung**

Sowohl im Bewertungsgutachten als auch, dem folgend, im Prüfbericht, ist der Unternehmenswert von Bewag und zum 31. Januar 2003 nach der Ertragswertmethode ermittelt und in der Folge für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses für maßgeblich gehalten worden.

##### **a) Ertragswertverfahren**

aa) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden“ Unternehmens entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. schon Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

bb) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den ihnen zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrach-

ters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente zu ihren Gunsten existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

cc) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann und darf von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

dd) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere (Erwartungs-) Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 374).

ee) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Maßgeblich hierfür sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit war für die Bestimmung des angemessenen Umtauschverhältnisses auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativanlagen bestehen.

ff) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden.

gg) Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob die Unternehmensplanung auf systematisch unzutreffende Annahmen beruht, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90). Das tatsächliche Geschehen nach dem Stichtag erlaubt und gebietet aber nach Auffassung der Kammer in Grenzen eine gewisse Plausibilitätskontrolle und kann insoweit gegebenenfalls für die Beantwortung der Frage herangezogen werden, ob der Unternehmensplanung grundsätzlich fehlerhafte Annahmen zugrunde lagen.

b) Da mit dem Ertragswertverfahren der objektivierte Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft basiert, so dass beispielsweise durch den Mehrheitsaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Restrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftserfolge, die gerade infolge der Strukturmaßnahme eintreten werden (vgl. zum so genannten „Squeeze Out“ Eisolt, DStR 2002, 1145, 1149).

## **b) Detailplanung**

### **aa) Erfordernis einer vollständigen Neubewertung**

Aus dem Ergebnis der durchgeführten Beweisaufnahme und den damit einhergehenden Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen konnte der Schluss gezogen werden, dass die zum Bewertungsstichtag vorliegenden Planungen, welche noch weitgehend auf der Ebene der Bewag beziehungsweise der einzelnen Konzerngesellschaften der Antragsgegnerin erstellt worden waren, als im Wesentlichen plausibel angesehen werden konnten.

aaa) Aus diesem Grund waren weder die Kammer noch der Sachverständige gehalten, für die Bestimmung des Ertragswerts von Bewag und/oder insgesamt oder in Teilen eine eigenständige Unternehmensplanung zu erstellen und hierauf aufbauend eine neue Ertragswertermittlung durchzuführen. Vielmehr war die vom Sachverständigen aufgezeigte Notwendigkeit der Korrektur einzelner Punkte der Planungen ausreichend, um zu einer (noch) hinreichend schlüssigen Bewertungs- und Schätzungsgrundlage zu gelangen.

Weitere Untersuchungen zu diesem Punkt waren nicht angezeigt, da der Sachverständige vorliegend im Auftrag der Kammer ganz explizit und vorab gesonderte Untersuchungen zu der Fragestellung durchgeführt hat, ob das Bewertungsgutachten von [redacted] eine Plausibilisierung der von der Antragsgegnerin angenommenen Unternehmenswerte bildet oder ob eine vollständige Neubewertung sämtlicher beteiligten Unternehmen notwendig ist. Die Ergebnisse seiner Analysen hat der Sachverständige in seinem Gutachten der Phase I präsentiert. Er ist insoweit unter dem 26. Oktober 2007 zu dem Ergebnis gelangt, dass die Ausführungen von [redacted] zwar unüblich knapp gehalten sind, eine Neubewertung aber – vorbehaltlich der seinerzeit noch offenen Beantwortung von Fragen durch die Bewertungsgutachterin – dennoch nicht erforderlich sein würde.

bbb) Die Aufstellung einer eigenständigen Planung durch das Gericht beziehungsweise durch einen von diesem beauftragten Sachverständigen kommt ohnehin nur in eng begrenzten Ausnahmefällen in Betracht.

Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren nämlich die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte grundsätzlich verbietet, Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planung von Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

ccc) Im vorliegenden Bewertungsfall bestand darüber hinaus die Besonderheit, dass auf Seiten der Antragsgegnerin zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme die Bildung des Konzernverbundes noch nicht abgeschlossen war. Aus diesem Grunde existierte keine konsolidierte Planung, welche die zukünftigen Unternehmenseinheiten unter dem Dach der [redacted] als Holdinggesellschaft umfasste und die Leistungs- und Finanzbeziehungen dieser Einheiten untereinander beziehungsweise gegenüber der Muttergesellschaft abbildete. Ebenso wenig konnte davon ausgegangen werden, dass die Marktentwicklung beziehungsweise die Konsolidierung des deutschen

Strommarktes infolge der 1998 begonnenen Liberalisierung abgeschlossen war. Dies galt auch hinsichtlich der Frage des zu erwartenden inhaltlichen und zeitlichen Umfangs der staatlichen Regulierung im Energiebereich. Diese Faktoren erschwerten die Planung und die insoweit erforderlichen Prognosen deutlich. Die Kammer war aus diesem Grund der Auffassung, dass die Bandbreite der (noch) als plausibel zu wertenden Annahmen für die weitere Entwicklung beider Unternehmen nach dem Stichtag tendenziell größer sein musste als für Unternehmen in Branchen, welche sich zum für die Bewertung maßgeblichen Zeitpunkt nicht in einer „Umbruchphase“ befinden.

ddd) Entsprechend lagen den Planannahmen - jedenfalls für die jeweilige Detailplanungsphase - keine von der Antragsgegnerin insgesamt beeinflussten und aufeinander abgestimmten Planungsrechnungen zu Grunde, sondern jeweils Einzelplanungen. Diese wurden – soweit dies für den Sachverständigen Frizlen anhand der ihm vorgelegten Unterlagen ersichtlich war (s. S. 6 des Gutachtens zu Phase II) von den jeweiligen Gesellschaften selbst erstellt. Hierbei handelte es sich für die HEW um den Jahresplan 2002 sowie die Langfristplanung 2003 bis 2006, für den VEAG um die Mittelfristplanung, welche die Jahre 2002 bis 2006 umfasste, für die Laubag um die Mittelfristplanung für dieselbe Periode sowie eine Vorschau auf Fördermengen und Investitionen bis zum Jahr 2030 und schließlich für die Bewag um die Planung 2002/2003 bis 2006.

eee) Die zum Bewertungszeitpunkt (noch) fehlende Abstimmung der Planungen der einzelnen Unternehmen, welche unter dem Holdingdach der Antragsgegnerin zusammengefasst werden sollten, zeigt sich bereits bei der vom Sachverständigen vorgenommenen Analyse der geplanten Umsätze im Strombereich von Bewag, HEW und VEAG. So fanden sich im Hinblick auf die Kategorisierung nach Abnahmemengen keine deckungsgleichen Bezeichnungen der einzelnen Kundengruppen. Im Rahmen der Planung der VEAG war keine Aufteilung der Erlöse nach einzelnen Kundengruppen enthalten, was in der Sache allerdings nachvollziehbar war, da es sich bei den Endkunden dieses Unternehmens fast ausschließlich um Weiterverteiler handelte.

fff) Die grundlegende Kritik der Antragsgegnerin an der Vorgehensweise des gerichtlich bestellten Sachverständigen in dessen Hauptgutachten („Phase II“) war nach Auffassung der Kammer nicht gerechtfertigt. Der Sachverständige hat nicht - entgegen der Vorgaben durch das Gericht und im Widerspruch zum Ergebnis seiner Voruntersuchungen in der so genannten „Phase I“ – gerade nicht eine vollständige Neubewertung der Bewag und der Vattenfall Europe vorgenommen. Vielmehr hat er soweit wie möglich den Versuch unternommen, die durch die Bewertungsgutachterin verwendeten Prämissen nachzuvollziehen und diese zu plausibilisieren. Soweit sich hierfür die von der Bewertungsgutachterin zur Verfügung gestellte Dokumentation nicht als ausreichend erwies, war der Sachverständige gehalten, eigene Annahmen beziehungsweise eigene (Teil-) Modelle für die Bewertung der beiden Unternehmen zu entwickeln. Eine solche Vorgehensweise kann

nicht mit einer Neubewertung gleichgesetzt werden, sondern diene vorliegend dazu, die von der Antragsgegnerin veranlassten Bewertungen - erstmals - nachvollziehbar zu machen.

#### **bb) Einwendungen der Antragsteller**

aaa) Soweit die Antragsgegnerin generell rügt, dass die Einwendungen der Antragsteller gegen die vorliegende(n) Unternehmensbewertung(en) nicht schlüssig seien, konnte dies nicht dazu führen, dass eine nähere Betrachtung der einzelnen Bewertungsinhalte durch das Gericht nicht zulässig gewesen wäre.

bbb) Zwar sind grundsätzlich nur konkrete Einwendungen im Sinne des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG geeignet, zu einer gerichtlichen Überprüfung zu führen. Mit diesem gesetzlichen Kriterium soll aber nur verhindert werden, dass Antragsteller mit wenig substantiierten und pauschal gehaltenen Angriffen, die keinen oder nur wenig Bezug zum konkreten Bewertungsfall aufweisen, ein umfangreiches und kostenträchtiges gerichtliches Verfahren in Gang setzen können. Welchen Umfang konkrete Einwendungen annehmen müssen und in welcher inhaltlichen Tiefe hier eine Auseinandersetzung mit der jeweiligen Bewertung erforderlich ist, hängt vom konkreten Einzelfall ab. Insofern besteht ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen dem Inhalt der den Minderheitsaktionären vom Antragsgegner zur Verfügung gestellten Gutachten und Unterlagen und der zu verlangenden Intensität der Auseinandersetzung der Antragsteller im Spruchverfahren mit den darin mitgeteilten Informationen.

ccc) Angesichts des auch vom gerichtlich bestellten Sachverständigen als „äußerst knapp gehalten“ bezeichneten Gutachtens von [redacted] und dem in keiner Weise darüber hinausgehenden Prüfbericht von [redacted] konnten die an die Antragsteller des hiesigen Verfahrens zu stellenden Anforderungen an die Begründung ihrer Anträge nicht überspannt werden. Insgesamt waren sie als ausreichend anzusehen, wobei auch zu berücksichtigen war, dass das Spruchverfahrensgesetz erst kurz vor dem Beginn des Laufs der Antragsfrist in Kraft getreten und damit noch nicht absehbar war, welche Maßstäbe die Rechtsprechung bei den „konkreten Einwendungen“ zugrunde legen würde.

ddd) Die weitere Argumentation der Antragstellerin, dass bei einer von Seiten der Antragsteller geforderten Verbesserung des Ertragswerts der Bewag hinsichtlich des Umtauschverhältnisses ohnehin keine wesentlichen Änderungen zu erwarten seien, da sie zu fast 90 % an der Bewag beteiligt sei, ging von vornherein fehl. Dieses Argument wäre nur dann valide, wenn auch die von

der Antragsgegnerin erzielten Erträge in gleichem Maße von den Ergebnisbeiträgen der Bewag abhängen, was jedoch nicht der Fall ist.

**cc) Richtigkeitsgewähr des Umtauschverhältnisses als Verhandlungsergebnis**

Auf die Frage, ob die Verschmelzung beziehungsweise deren Konditionen als das Verhandlungsergebnis unabhängiger Unternehmen angesehen werden muss – wie die Antragsgegnerin meint – oder ob für das Management der Bewag durch die Mehrheitsbeteiligung der Antragsgegnerin und die hierdurch bestehende faktischer Beherrschung keine tatsächlichen Entscheidungsfreiräume bestanden haben, konnte es nicht ankommen.

aaa) Es geht nämlich im Spruchverfahren nicht darum zu klären, ob die Umtauschrelation zwischen unabhängigen, gleichberechtigten Unternehmen in einem ordnungsgemäßen Verfahren vereinbart worden ist und ob den Organen beim Aushandeln des Umtauschverhältnisses Pflichtwidrigkeiten unterlaufen sind. Maßgeblich ist allein, ob durch das Verhandlungsergebnis ein voller wirtschaftlicher Wertausgleich geschaffen wird. Hierfür bieten die Verhandlungen der Vertretungsorgane im Rahmen des Verschmelzungsprozesses deshalb keine hinreichende Gewähr, weil diese neben der Festlegung des Umtauschverhältnisses von vielfältigen weiteren unternehmerischen Erwägungen getragen sein können. Die Überprüfung lediglich des Verhandlungsprozesses stellt daher nicht hinreichend sicher, dass mit dem vereinbarten Umtauschverhältnis die Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers wirtschaftlich voll entschädigt werden. Das zur Nachprüfung berufene Gericht kann sich vor diesem Hintergrund nicht auf den Standpunkt stellen, ein zwischen den Vorständen zweier unabhängiger, gleichberechtigter Aktiengesellschaften mit gegenläufigen Interessen („unter Gleichen“) ausgehandelter „Preis“ sei grundsätzlich als angemessen zu beurteilen (vgl. BVerfG, NZG 2012, 1035, 1037 –Kuka AG).

bbb) Aus den genannten Gründen musste die Kammer daher keine eigenständigen Ermittlungen zur Frage der konkreten Einflussnahme der Antragsgegnerin auf den Vorstand der Bewag im Rahmen der Verhandlungen über die Verschmelzung der Unternehmen anstellen, da es hierauf für die Zwecke dieses Verfahrens nicht ankommen konnte.

**dd) Allgemeine Annahmen zur Preisentwicklung**

Im Vorfeld der Betrachtung der Details der Planungsrechnungen der einzelnen (Konzern-) Unternehmen hat der gerichtliche Sachverständige die den Planungen jeweils zu Grunde gelegten Prognosen der zukünftige Markt-(Preis-) Entwicklung analysiert. Nach Überzeugung der Kammer konnten Abweichungen hier aber nicht überbewertet werden, da gerade noch keine konsistente, unternehmensübergreifende Planung vorlag. Insofern ist es daher bis zur Grenze der fehlenden

Plausibilität hinzunehmen, wenn die Planungsverantwortlichen und Vorstände zu unterschiedlichen Einschätzungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung von Marktsegmenten gelangt sind.

aaa) Der Sachverständige hat zunächst, um eine Vergleichbarkeit herzustellen, die geplanten Erlöse der drei Unternehmen HEW, VEAG sowie Bewag selbstständig den Gruppen Großkunden, Haushalts- und Gewerbekunden sowie Weiterverteiler zugeordnet und in diesen Gruppen die Planung hinsichtlich der Faktoren Strompreise, Mengengerüst und der daraus folgenden Stromerlöse betrachtet. Dabei ist der Sachverständige zu dem Ergebnis gelangt, dass die Umsatzplanungen aller drei Gesellschaften keine offensichtlichen Unplausibilitäten enthalten. Die Planungen sehen sowohl für HEW als auch die Bewag eine Stagnation des Stromabsatzes in den jeweiligen Stammmärkten vor, was der in den Jahren 2000 bis 2002 zu beobachtenden Entwicklung entspricht. Im Gegenzug wurde ein starkes Absatzwachstum außerhalb der jeweiligen Stammmärkte geplant, da man von einer Fortsetzung der hier vor dem Stichtag eingetretenen Erfolge bei der Akquisition neuer Kunden ausging. Soweit für HEW eine verhältnismäßig stärkere Absatzsteigerung vorgesehen war als für die Bewag, hielt der Sachverständige dies angesichts des niedrigeren Preisniveaus bei HEW für eine vertretbare Planannahme. Fehler in der Einschätzung des Sachverständigen waren für die Kammer insoweit nicht zu erkennen, so dass keine Korrekturen an der Planung vorzunehmen waren.

bbb) Dies galt auch für die prognostizierten Umsätze bei der Kundengruppe der Weiterverteiler, die allein von VEAG und der Bewag bedient wird. Diesbezüglich gingen die Planungen für die VEAG davon aus, dass der zwischen den Jahren 2000 und 2001 eingetretene deutliche Rückgang der Strompreise gestoppt würde und ab 2002 wieder ein verhältnismäßig gleichmäßiger Anstieg der Preise sowohl innerhalb als auch außerhalb des jeweils eigenen Netzgebietes einsetzen würde. Parallel zu der Planung im Großkundenbereich wurde auch beim Verkauf an Weiterverteiler davon ausgegangen, dass die Erlöse innerhalb des eigenen Netzgebietes der VEAG rückläufig sein würden, während außerhalb des Kerngebietes in Ostdeutschland von einem deutlichen Wachstum ausgegangen wurde. Dieses sollte geeignet sein, die abnehmenden Verkäufe im eigenen Netzgebiet jedenfalls bis zum Jahr 2005 zu kompensieren. Im Anschluss wurde ab 2006 ein leichter Rückgang erwartet. Für die Bewag wurde dagegen ab 2004 kein Mengenwachstum eingeplant. Auch diese Planungsannahmen hielt der Sachverständige für plausibel und in sich widerspruchsfrei. Zwar mag auf den ersten Blick fraglich erscheinen, ob die Stagnation bei der Bewag tatsächlich eine realistische Annahme ist. Angesichts der weitgehend untergeordneten Bedeutung des Umsatzpostens „Erlöse Stadtwerke“ für die Bewag konnte der Einschätzung des Sachverständigen aber im Ergebnis gefolgt werden.

### ee) Planung Preisgerüst Bewag AG

aaa) Beim Vergleich der angenommenen Preis-/Mengengerüste im Bereich der Haushalts- und Gewerbekunden für die HEW/ auf der einen Seite sowie der Bewag auf der anderen Seite hat der Sachverständige die Planung der Bewag nicht mehr als plausibel erachtet. Grundsätzlich folgt die hier angenommene Entwicklung derjenigen bei den Großkunden, da bei den Absatzmengen Verluste im eigenen Netzgebiet erwartet wurden. Allerdings sollen nach der Planung die Strompreise für diese Kundengruppe ab dem Jahr 2003 bei HEW bei einem nur ganz leichten Aufwärtstrend stagnieren während für die Bewag sinkende Preise angenommen wurden. Zu diesem Punkt meint der Sachverständige, dass angesichts des liberalisierten Strommarktes ein einheitlicher Trend angenommen werden müsse, was zu höheren Umsätzen der Bewag führe. Das Mehrergebnis betrage zwischen 12,7 Mio. EUR in 2004 bis zu 35,6 Mio. EUR im nachhaltigen Ergebnis.

bbb) Die Kammer hielt diese Vorgehensweise, wie oben bereits angedeutet, allerdings nicht für unbedingt zwingend. Zwar war die Argumentation des Sachverständigen grundsätzlich nachvollziehbar, wenn er die Auffassung vertritt, dass bei einem bundesweit liberalisierten Strommarkt die Annahme einer regional unterschiedlichen Entwicklung der Strompreise für Endkunden nicht realistisch sei.

Auf der anderen Seite war jedoch zum einen zu berücksichtigen, dass die eigene Planung der Unternehmensverantwortlichen nur bei vollkommen beziehungsweise weitgehend fehlender Plausibilität einer Änderung im Rahmen des Spruchverfahrens unterliegt. Eine Einschränkung dieses Grundsatzes war vorliegend nicht anzunehmen, da nicht ersichtlich war, dass die zur Grundlage der Ertragswertberechnung gemachte Planung der Bewag unter dem Einfluss der Antragsgegnerin mit dem Ziel erstellt worden ist, den Unternehmenswert möglichst niedrig zu halten.

Daneben führt der Sachverständige Frizlen im Rahmen seiner Vergangenheitsanalyse von HEW und Bewag selbst aus, dass die Preisentwicklung bei Bewag und HEW im Zeitraum 2000 bis 2001 gegenläufig verlaufen war. Während die Bewag in ihrem Stammmarkt Preisrückgänge hinnehmen musste, konnte HEW in Hamburg Preissteigerungen durchsetzen. Diese Tendenz setzte sich bei der HEW auch im Folgejahr fort. Nach Ansicht der Kammer kann es bereits angesichts dieser Daten aus dem Zeitraum, welcher unmittelbar vor Beginn der jeweiligen Detailplanungsphasen liegt, nicht als fehlerhaft gewertet werden, wenn von den Vorständen der beiden Unternehmen erwartet wurde, dass sich die beobachteten Preistendenzen zunächst fortsetzen würden.

Hinzu kommt, dass in der Planung der Bewag auch kein deutlicher Preisverfall angenommen wurde, sondern lediglich von „leicht rückläufigen“ Strompreisen ausgegangen wurde (Gutachten Phase II, S. 18). Schließlich lagen zum Bewertungsstichtag auch noch keine längerfristigen Erfahrungen hinsichtlich der Funktion der Preisbildungsmechanismen im zwar liberalisierten, jedoch auch weiterhin gesetzlichen Preisvorschriften unterworfenen Strommarkt vor. Eine Überschreitung des Planungsermessens war nach alledem nicht ersichtlich, so dass die vom Sachverständigen vorgenommenen Änderungen zu revidieren waren.

ccc) Aus diesem Grunde konnte letztlich dahinstehen, ob die von der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 18. Dezember 2014 angeführten Argumente zutreffen, dass sich die Bewag sowohl unter Berücksichtigung des Berliner Marktumfeld als auch von ihren Kostenstrukturen her Ende 2001/Anfang 2002 gegenüber der HEW in einer ungünstigeren Ausgangsposition befand.

Wie der Sachverständige in seiner hierzu verfassten Stellungnahme zutreffend mitteilt, sind die von der Antragsgegnerin angeführten Gründe für die unterschiedlichen Strukturen von HEW und Bewag eher allgemein gehalten und lassen sich daher auch nur schwer im Einzelnen verifizieren. Dies gilt etwa für die Behauptung, dass der Berliner Strommarkt besonders umkämpft sei, wobei sich die Antragsgegnerin aber selbst auf die Zeit nach der Marktliberalisierung im Jahr 1998 bezieht, während vorliegend die Planung für die Jahre 2002 bis 2006 Gegenstand der Untersuchung ist. Gleichfalls ohne jeden Nachweis geblieben ist die weitere Behauptung, dass die Berliner Bevölkerung sich im Vergleich zu anderen Märkten als besonders wechselwillig gezeigt habe.

Im Gegenteil dürfte sich hier nach Einschätzung der Kammer nach der ersten Wechselwelle, wie auch in anderen deutschen Regionalmärkten, gezeigt haben, dass sich Verbraucher trotz der Aussicht auf finanzielle Einsparungen durch einen Wechsel des Stromversorgers scheuen, diesen Schritt auch zu gehen. Soweit die Antragsgegnerin darüber hinaus anführt, dass die Bewag davon ausgehen musste, von ihren kostenorientierten Tarifen auch im Bereich des Grundtarifs abrücken zu müssen, blieb auch hier die entsprechende Datengrundlage offen. Der Sachverständige rügt diesbezüglich zu Recht, dass die Antragsgegnerin weder den Anteil des Grundtarifs an den Gesamterlösen der Bewag noch die konkreten Verknüpfungen in der Plan-Kostenstruktur der Bewag offengelegt hat.

#### **ff) Weitere Planung Bewag AG**

aa) Die weitere Planung der Bewag war in sich konsistent und ist vom Sachverständigen auch als plausibel erachtet worden. Insbesondere standen den prognostizierten rückläufigen Erlösen auch

rückläufige Aufwendungen gegenüber mit der Folge, dass der erwartete Rohertrag bei absoluter Betrachtung relativ konstant bleiben soll:

In den Wirtschaftsperioden, welche dem Detailplanungszeitraum unmittelbar vorangingen, ist die Rohertragsmarge der Bewag trotz einer – wenn auch geringen – Erhöhung des Rohertrages von 59 % auf 41 % gesunken. Dies hing mit einer deutlichen Verschiebung der Erlösanteile vom Stromverkauf hin zum Stromhandel zusammen, die nach der Planung in den Folgejahren ab 2003 nicht weiter aufrechterhalten werden soll. Aus diesem Grunde bleibt die erwartete Marge mit Werten zwischen 46 % und 57 % relativ konstant, wobei von einer dauerhaften Rohertragsmarge von 56 % ausgeht.

bb) Darüber hinaus enthält die Planung auch die Annahme einer mit dem Verlust eigener Stromverkäufe im Netzgebiet der Bewag korrespondierenden Erhöhung der Erlöse aus Netznutzungsentgelten, wobei der entsprechende Posten bei der Bewag aber gering ausfällt.

cc) Bei den Wärmeverkäufen infolge der Wärmegewinnung durch Kraft-Wärme-Kopplung (KWK) bezeichnet der Sachverständige die von getroffenen Annahme eines ausbleibenden Mengenwachstums in der Detailplanungsphase sowie eines Rückgangs der erzielten Erlöse um 2,5 % in der ewigen Rente zwar als tendenziell pessimistisch, nimmt aber dennoch keine Änderungen an der Planung vor. Er begründet dies mit einer zum Stichtag vorliegenden Studie, welche deutlich divergierende Prognosen für die mit KWK zu erzielenden Absatzmengen bis zum Jahr 2020 aufzeigt, so dass die Planungsannahmen noch vertretbar seien. Da der Kammer keine gegenteiligen Anhaltspunkte vorliegen, war dem Gutachten auch in diesem Punkt zu folgen. In Anbetracht des Fehlens besserer Erkenntnisse konnte nicht davon ausgegangen werden, dass die Umsätze mit dieser Technologie im Planungszeitraum zu deutlichen Erlössteigerungen führen würden zumal der Zeitraum der Rentenphase zudem mit der Unsicherheit behaftet war, ob die staatliche Förderung der Kraft-Wärme-Kopplung enden oder fortgesetzt werden würde.

Insofern war auch die Diskussion zwischen Antragstellern und Antragsgegnerin unerheblich, ob es sich bei KWK um eine Zukunftstechnologie handelt oder um ein ineffizientes Verfahren, welches für eine Rentabilität dauerhaft auf Subventionen angewiesen ist. Selbst wenn die die Auffassung der Antragsteller abstrakt gesehen unter technischen Gesichtspunkten zutreffend wäre, ergäben sich keine konkreten Hinweise auf einen bezifferbaren Verbesserungsbedarf an der Planung.

dd) Eine genaue Durchdringung der Planung des Personalaufwandes war dem Sachverständigen nicht möglich, da ihm weder eine Aufstellung der von der Bewag selbst vorgesehenen künftigen Mitarbeiterzahlen vorlag noch die im Gutachten dargestellte Entwicklung näher dokumentiert

worden war. Er führt jedoch aus, dass ihm bei der Überprüfung der Planzahlen mittels einer von ihm durchgeführten Kennzahlenanalyse keine Unplausibilitäten aufgefallen seien. Auch für die Kammer war Gegenteiliges nicht ersichtlich. Die Personalaufwendungen der Bewag sind innerhalb des Planungszeitraums rückläufig geplant, wofür nach dem Bewertungsgutachten im Wesentlichen ein vorgesehener Personalabbau verantwortlich sein soll. Die Personalaufwandsquote soll entsprechend von 28% im ersten Planjahr auf 20 % in der Rentenphase sinken. Diese Annahme war angesichts der auch ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrages zwischen der Bewag und der Antragsgegnerin realisierbaren Synergien im Personalbereich für sich genommen nicht zu beanstanden. Für ein höheres Einsparpotenzial fehlten gesicherte Anhaltspunkte.

ee) Soweit der Antragsteller zu 1) rügt, dass der Personalaufwand der Bewag für die Geschäftsjahre 2000/1 und 2001/2 im Bewertungsgutachten unzutreffend dargestellt sei, da die dort genannten Zahlen mit den von der Bewag veröffentlichten Bilanzen nicht in Übereinstimmung zu bringen seien, ging dieser Einwand fehl. Die Antragsgegnerin hat insoweit nachvollziehbar dargelegt, dass die Bewertungsgutachterin in diesem Punkt – wie auch im Weiteren – nicht die Bewag isoliert betrachtet hat, sondern von der so genannten „aggregierten Bewag“ ausgegangen ist, was auch die wesentlichen Unternehmensbeteiligungen mit eingeschlossen habe, insbesondere die GASAG.

ff) Die Beanstandungen einiger Antragsteller hinsichtlich der Höhe des Zinsergebnisses waren nach dem Ergebnis des Sachverständigengutachtens in der Sache nicht gerechtfertigt. Zwar ist auffällig, dass das Zinsergebnis in der Detailplanungsphase ab dem Rumpfgeschäftsjahr 2003 deutlich positiv ist, in der ewigen Rente aber quasi mit dem Kehrwert des letzten Planjahres negativ wird. Der Sachverständige hat diesen Umstand aber nachvollziehbar damit erklären können, dass bei der Bewag zum Bewertungsstichtag bilanzielle passive Sonderposten in Höhe von 816 Mio. EUR vorhanden waren, welche bis zum Jahr 2016 linear abgebaut werden sollten. Ab 2011 sollte der sich aus der Reduzierung des Sonderpostens ergebende weitere Finanzierungsbedarf über verzinsliches Fremdkapital abgedeckt werden, so dass die Zinsbilanz schließlich negativ wird.

gg) Im Übrigen hat der Sachverständige in seinem Gutachten zwar die fehlende Plausibilität einiger von getroffener Annahmen bemängelt, da diese mit der Konzeption des Bestehens eines Gleichgewichtszustandes beim Eintritt in die Rentenphase nicht vereinbar seien. Eine Korrektur hielt er jedoch für entbehrlich, da sich die fraglichen Inkonsistenzen im Rahmen der Gesamtbewertung nicht auswirken könnten.

**gg) Beteiligungen der Bewag**

Die mehrheitliche Auffassung der Antragsteller, dass die Beteiligungen der Bewag an anderen Unternehmen unterbewertet worden sind, wodurch auch der Wert der Bewag selbst in der Umtauschrelation zu gering angesetzt worden sei, konnte vom gerichtlichen Sachverständigen im Ergebnis nicht bestätigt werden. Er hielt lediglich den Wertansatz für die Beteiligung der Bewag an der GASAG für korrekturbedürftig, wobei auch hier – wie bei der Bewertung der Bewag allgemein – zu berücksichtigen war, dass sich wegen des bereits beschriebenen „Trägheitseffekts“ jegliche Erhöhung des Unternehmenswerts der Bewag nicht in derselben Relation auf das Umtauschverhältnis niederschlägt. Vor diesem Hintergrund war es angemessen und nicht zu beanstanden, wenn im Rahmen der Bewertung keine detaillierte Ausermittlung der Ertragswerte der Beteiligungsunternehmen stattgefunden hat, sondern insoweit – etwa durch den Ansatz von Buchwerten – vereinfachende Annahmen zum Tragen gekommen sind.

#### **aaa) Fernheizwerk Neukölln AG**

So ist die 75,2%ige Beteiligung der Bewag an der börsennotierten Fernheizwerk Neukölln AG mit einem Buchwert von 24 Mio. EUR in die Bewertung der Bewag eingeflossen. Soweit von Seiten der Antragsteller bemängelt worden ist, dass seitens der Bewertungsgutachterin respektive der Prüferin keine alternative Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Börsenkurs erfolgt ist, hat jedenfalls der gerichtliche Sachverständige entsprechende Feststellungen getroffen. Nach deren Ergebnis lag der durchschnittliche Börsenkurs bei maximal 12,57 EUR je Aktie, was zu einem Beteiligungswert von 21,75 Mio. EUR führt. Damit liegt der Börsenkurs unterhalb des Buchwerts und konnte unberücksichtigt bleiben.

Zwar läge nach den Berechnungen des Sachverständigen ein vereinfachter Ertragswert der Gesellschaft, bezogen auf die Beteiligungsquote der Bewag, bei 31,3 Mio. EUR und damit oberhalb des Buchwerts. Die Kammer hielt es jedoch nicht für angezeigt, diesen Betrag anstelle des Buchwerts als den maßgeblichen Beteiligungswert anzusetzen. Die Berechnung des Sachverständigen beruht lediglich auf einer Kapitalisierung der durchschnittlichen Jahresüberschüsse des Zeitraums 2000 bis 2002. Insoweit fehlt es an einer näheren Betrachtung, ob die Ergebnisse dieser drei Jahre auch längerfristig als repräsentativ angesehen werden können. Da Ertragswertberechnungen typischerweise zukunftsbezogen sind, ist eine ausschließlich auf Vergangenheitswerten beruhende Berechnung regelmäßig nicht geeignet, belastbare Aussagen zum Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu liefern.

#### **bbb) Energie Südwest AG**

Auf dieselbe Art hat der Sachverständige versucht, den Wert der Beteiligung der Bewag an dieser Gesellschaft zu plausibilisieren, da sich keine externen Informationen auffinden ließen, unter deren Zuhilfenahme der Buchwertansatz von 40,9 Mio. EUR als angemessen verifiziert werden konnte. Nach seinen Berechnungen kommt der Sachverständige hier allerdings zu dem Ergebnis, dass der vereinfachte Ertragswert unter dem Buchwert liegt.

#### **ccc) EMB Erdgas Mark Brandenburg GmbH**

Bei dieser Gesellschaft handelt es sich um eine „Enkelbeteiligung“ der Bewag, nachdem die GASAG im Jahr 2002 für 206 Mio. EUR eine Beteiligung in Höhe von 80% an diesem Unternehmen erworben hat. Umgerechnet auf die Quote von 31,575%, mit welcher die Bewag wiederum an der GASAG beteiligt war, ergaben sich anteilige Anschaffungskosten von 65 Mio. EUR. Auch für dieses Unternehmen hat der Sachverständige keine externen Vergleichsdaten ermitteln können. Die von ihm auch hier durchgeführte vereinfachte Ertragswertberechnung war noch weniger aussagekräftig als bei den oben aufgeführten Unternehmen, da sie sich lediglich auf die Ergebnisse des Jahres 2002 stützte.

Im Ergebnis war der Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen zuzustimmen, dass der Ansatz der Buchwerte bei den wertmäßig eher untergeordneten Gesellschaften Fernheizkraftwerk Neukölln, Energie Südwest und EMB aus Vereinfachungsgründen nicht zu beanstanden war. Es war nicht zu erwarten, dass der Aufwand der Erstellung separater Ertragswertgutachten in einer vertretbaren Relation zu möglichen Auswirkungen auf das Umtauschverhältnis gestanden hätte.

#### **ddd) GASAG**

Die Beteiligung der Bewag an der GASAG in Höhe von 31,575% wurde von [ ] mit dem anteiligen Ertragswert in die aggregierten Zahlen der Bewag-Gruppe integriert. Bei der Berechnung des Wertes der GASAG hat [ ] die am 14. November 2002 verabschiedete Mittelfristplanung für die Jahre 2003 bis 2007 zugrunde gelegt, wobei sich jedoch weder im Bewertungsgutachten noch im Prüfgutachten nähere Ausführungen zu den entsprechenden Zahlen und Prämissen oder zur Vorgehensweise bei der Ermittlung des Ertragswerts der GASAG finden. Auch der gerichtliche Sachverständige stellt diesbezüglich zunächst nur fest, dass die GASAG mit einem Betrag von rund 216 Mio. EUR in die Bewertung der Bewag-Gruppe eingeflossen ist. Soweit die Antragsteller zu 4) und 22) diesbezüglich geltend machen, dass laut einer auf der Hauptversammlung vom 31. Januar 2003 erteilten Information bei der Ermittlung des Ertragswerts der GASAG durch [ ] keine ewige Rente gebildet worden sein soll, hat der gerichtliche Sachverständige dies mit Schreiben vom 11. Mai 2016 nicht bestätigt.

Der Sachverständige hielt diesen Ertragswert allein für die Bewertung der Beteiligung der Bewag aber nicht für hinreichend aussagekräftig. Vielmehr weist er darauf hin, dass die historischen Anschaffungskosten mit 416 Mio. EUR deutlich höher lagen. Aufgrund des Umstandes, dass dieser Wert in der Bilanz der Bewag auch nach der Verschmelzung des Unternehmens auf die Antragsgegnerin ohne Wertberichtigung fortgeführt werden ist, zieht er den Schluss, dass die Werthaltigkeit der Beteiligung an der GASAG offensichtlich höher eingeschätzt werde als die reinen Ertragswerterwartungen. Der Sachverständige hielt es daher für angemessen, den Wert der GASAG bei der aggregierten einschließlich der Bewag um 179 Mio. EUR zu erhöhen.

Die Antragsgegnerin ist dieser Betrachtungsweise entgegengetreten und hat geltend gemacht, dass der Wertbeitrag der GASAG auf der Basis der konkreten Unternehmensplanung plausibel sei und nicht durch abweichende Annahmen des Sachverständigen ersetzt werden dürfe. Der höhere Buchwert beruhe auf dem Umstand, dass sich der Vorstand der Bewag von dem Beteiligungserwerb die Hebung erheblicher Synergien auf der Ebene der Bewag versprochen habe. Hier seien entsprechende Effekte insbesondere im Bereich des Berliner Fernwärmegeschäfts erwartet worden, für welches das benötigte Erdgas von der GASAG habe bezogen werden können. Der Buchansatz sei von durch die Erteilung des Testats zum Jahresabschluss der Bewag per 30. Juni 2006 bestätigt worden.

Insoweit hat der Sachverständige zu Recht geltend gemacht, dass die Antragsgegnerin an dieser Stelle – wie auch bei anderen strittigen Fragen der Bewertung – letztlich mehr oder minder pauschale Behauptungen aufstellt, diese aber nicht mit überprüfbaren Fakten hinterlegt. Angesichts der behaupteten Höhe der Synergien hätte die Antragsgegnerin erläutern müssen, auf welche Weise diese realisiert werden sollten. Der gerichtliche Sachverständige weist hinsichtlich des Gasbezuges für das Fernwärmegeschäft der Bewag zutreffend darauf hin, dass die Bewag lediglich über eine Minderheitsbeteiligung an der GASAG verfügte und daher davon auszugehen sei, dass Gaslieferungen nur zu marktüblichen Konditionen erfolgen würden. Daher war die Annahme von Synergien zwischen beiden Unternehmen, welche fast das Niveau der auszuschüttenden Erträge erreichen sollen, ohne weitere Erläuterungen seitens der Antragsgegnerin als unrealistisch einzustufen. Vor diesem Hintergrund konnte der höhere Buchwert entweder als unplausibel ignoriert oder, wie dies der Sachverständige getan hat, als der tatsächliche Erwartungswert auf der Ebene der Bewag beziehungsweise der Antragsgegnerin in Ansatz gebracht werden. Aus Sicht der Kammer sprachen die besseren Argumente für die Lösung des Sachverständigen, da der – auf den Bewertungsstichtag bezogen – zeitnahe Bestätigung des Buchwerts im Rahmen der Testierung eine wesentliche Bedeutung im Hinblick auf den „wahren“ Wert der Beteiligung beigemessen werden konnte.

Wertmindernd war die von der Antragsgegnerin nachvollziehbar geltend gemachte außerbilanzielle Verschuldung der GASAG zu berücksichtigen, die auf Sale-and-lease-back Geschäften aus dem Verkauf von Gasspeichern und des Gasnetzes resultierte. Der von der Antragsgegnerin genannte Betrag von 300 Mio. EUR konnte vom gerichtlichen Sachverständigen auf der Grundlage der ihm zur Verfügung gestellten Unterlagen zwar nicht nachvollzogen werden. Er stellt in seinen ergänzenden Ausführungen vom 11. Mai 2016 jedoch fest, dass die Auswirkungen dieses Verschuldungspostens auf das Kapitalstrukturrisiko nur gering sind, so dass die Richtigkeit der von der Antragsgegnerin genannten Summe unterstellt werden konnte.

#### hh) Ewige Rente

Auch die Planung der Rentenphase der Bewag unterlag keinen Änderungen durch die Kammer, da keine korrekturbedürftigen Unplausibilitäten feststellbar waren.

aaa) Die Rüge mehrerer Antragsteller, dass die für die ewige Rente der Jahre 2007 ff. in Ansatz gebrachte Reinvestitionsrate fehlerhaft sei, da sie deutlich über den für die Detailplanungsphase angenommenen Investitionsvolumina liege, erwies sich als unbegründet. Der Sachverständige hat die von [redacted] vorgenommenen Berechnungen analysiert und ist zu dem Ergebnis gekommen, dass sie nicht zu beanstanden sind.

bbb) Es ist auch keineswegs so, dass sich die für die Rentenphase anzusetzende Reinvestitionsrate zwingend aus der Höhe der Abschreibung in den letzten Planjahren ableiten lassen muss. Vielmehr dient die Höhe der Reinvestitionsrate nach den Überlegungen, die dem Ertragswertmodell nach IDW S1 zugrunde liegen, der Sicherung des „eingeschwungenen Zustandes“, in dem sich das Unternehmen in der ewigen Rente befinden soll. Die Investitionen sollen daher im Wesentlichen die Substanzerhaltung sicherstellen. Vor diesem Hintergrund bedarf es grundsätzlich einer Zusammenstellung sämtlicher Investitionsgüter, über die das Unternehmen verfügt und der Betrachtung des Lebenszyklus, in dem sie sich jeweils befinden. Gerade bei Unternehmen wie Energieversorgern, bei denen eher langlebige Sachanlagen das Gros des Bestandes bilden, kommt es regelmäßig zu gespreizten Investitionszyklen, die im Rahmen einer lediglich drei bis fünf Jahre umfassenden Detailplanungsphase nicht abgebildet werden können. Nach den Ausführungen des Sachverständigen [redacted] lag bei der Bewag in der Detailplanungsphase der Jahre 2002 bis 2006 ein Zeitraum vor, in dem größere Ersatz- oder Erweiterungsinvestitionen nicht erwartet wurden, da alle größeren Investitionsvorhaben kurz zuvor in den Jahren 2000/2001 abgeschlossen worden waren. [redacted] hat daher, wie auch bei den weiteren Unternehmenseinheiten HEW und VEAG, eine dauerhafte Reinvestitionsrate nach Anlageklassen und Altersstruktur getrennt geplant und in eine Annuität überführt. Diese Vorgehensweise war aufgrund der obigen Ausführungen von

der systematischen Vorgehensweise her nicht zu beanstanden. Die inhaltliche Richtigkeit der Berechnungen ist vom gerichtlichen Sachverständigen überprüft und bestätigt worden.

Eine Untersetzung der Erlöse der Bewag beziehungsweise eine Überhöhung der Aufwendungen in der Planung war nach den Ergebnissen der Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen damit nicht ersichtlich. Daher waren auf der Ertragsseite keine Verbesserungen zu Gunsten der ehemaligen Bewag-Aktionäre vorzunehmen.

## ii) Planung HEW

aaa) Der Sachverständige fasst zu Beginn seiner Auseinandersetzung mit der Planung der HEW/ noch einmal die Argumente der Antragsteller zu der von ihnen vertretenen Auffassung zusammen, dass bei einem Vergleich mit der Planung der Bewag mehrere Annahmen nicht plausibel sein könnten. Der Sachverständige stellt insoweit klar, dass ein direkter Vergleich der Einzelposten nicht zielführend sein kann, weil die im Gutachten dargestellten Zahlen für die Gruppe sogenannte aggregierte Werte sind, welche die Ergebnisse sämtlicher Gesellschaften des Konzerns einschließlich der Beteiligungsergebnisse an der Bewag umfassen. Schon aufgrund des zuletzt genannten Umstandes war dem Sachverständigen darin zuzustimmen, dass die aggregierten Zahlen als Grundlage für eine eingehende Analyse offensichtlich ungeeignet sind und es für einen Vergleich nur auf die Planungen der Einzelgesellschaften ankommen kann.

bbb) Die von der Geschäftsleitung der HEW für den Detailplanungszeitraum der Jahre 2003 bis 2006 erwarteten Erlöse teilen sich, wie auch bei der Bewag, in die Bereiche Strom-, Netznutzungs- und Wärmeerlöse auf.

Dabei geht die Planung für das Kerngebiet Hamburg von leicht rückläufigen Umsatzerlösen im Segment der Massekunden und leichten Steigerungen bei den Geschäftskunden aus während für das Gebiet außerhalb Hamburgs insgesamt mit einem Anstieg der Erlöse im niedrigen zweistelligen Bereich gerechnet wird. Nach Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen ließ sich diese Planung unter Berücksichtigung der tatsächlichen Entwicklung in den Jahren 2000 bis 2002 plausibilisieren, auch wenn ihm keine Unterlagen vorgelegt worden sind, welche eine Analyse des Preis-/Mengengerüsts beim Stromhandel der HEW zugelassen hätten.

ccc) Einem identischen Problem sah sich der Sachverständige bei der Beurteilung des Postens Materialaufwand und Rohertrag gegenüber. Auch hier standen ihm in Ermangelung von näheren Aufstellungen nur eingeschränkte Analysemöglichkeiten zur Verfügung, die sich letztlich auf die angenommene Entwicklung der Rohertragsmarge beschränkten.

Diese war im Vergangenheitszeitraum zwischen den Jahren 2000 und 2002 von 48,6 % auf 23,4 % deutlich abgesunken, da in diesem Zeitraum der Anteil des margenarmen Stromhandels an den Roherträgen gestiegen ist. Innerhalb des Detailplanungszeitraums soll sich die Rohertragsmarge dann infolge der geplanten Reduktion des Handelsgeschäfts stabilisieren, um dann in der ewigen Rente erneut abzusinken. Dieser Rückgang ist das Resultat des Wegfalls der von den Bezugskosten her günstigeren Kernkraft und den damit entstehenden höheren Aufwendungen für den Strombezug.

ddd) Die Personalaufwendungen der HEW wurden bis zum letzten Jahr der Detailplanungsphase in absoluten Zahlen ansteigend geplant wobei sich die Personalintensität durch Synergieeffekte und Rationalisierungsmaßnahmen aber von 23,9 % im Jahr 2002 auf 22,4 % im Planjahr 2006 verbessern soll. Für die ewige Rente wird ein weiterer Rückgang auf 20,8 % erwartet, wobei sich hier auch der Wegfall der Personalstellung für die Kernkraftwerksgesellschaften auswirkt. Hier bestand die Besonderheit, dass die Betreibergesellschaften kein eigenes Personal vorhalten, sondern dieses von den Anteilseignern gestellt wird. Die bei den Kernkraftwerken Brunsbüttel und Krümmel tätigen Mitarbeiter sind bei HEW, angestellt, die Mitarbeiter in den Kraftwerken Stade und Brokdorf bei E.ON.

eee) Der Sachverständige hat insgesamt keine Anzeichen für eine fehlende Plausibilität der Planungsannahmen gefunden. Dies galt auch für die prognostizierten Abschreibungen beziehungsweise die hierauf folgende Reinvestitionsrate in der Rentenphase, da die entsprechenden Zahlen aus den vorliegenden Berechnungen ableitbar waren.

fff) Beanstandungen ergaben sich nach den weiteren Feststellungen des Sachverständigen lediglich hinsichtlich der im Rahmen der ewigen Rente geplanten Zinsaufwendungen der HEW. So war die Berücksichtigung von Zinszahlungen für bis zum letzten Jahr der Detailplanungsphase getilgter Kredite offensichtlich fehlerhaft. Dies gilt grundsätzlich auch für die Annahme, dass Bankdarlehen nachhaltig auf dem Niveau des risikolosen Basiszinssatzes bezogen werden können.

Da Fremdkapitalgeber stets einen Risikozuschlag verlangen, war diese Prämisse – ungeachtet der grundsätzlichen Problematik der Prognose zukünftiger Zinssätze – schlechthin nicht realistisch. Die hiergegen angeführten modelltheoretischen Einwände der Antragsgegnerin vermochten nicht zu überzeugen. Wie der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme zutreffend ausführt, kann es auf die von E.ON zu zahlenden Zinssätze nicht ankommen. Es ist jedenfalls nicht ersichtlich, dass sämtliche Unternehmen einer Branche identische Zinskonditionen eingeräumt erhalten. Im Übrigen mag es in einem abstrakt-theoretischen Marktmodell möglich sein,

dass alle Marktteilnehmer zu einem einheitlichen Zinssatz unbeschränkt risikolos Geld anlegen und Kredite aufnehmen können. Der zu beobachtenden Realität an den Finanzmärkten entspricht ein solches Modell jedoch nicht.

ggg) Schließlich hat der Sachverständige die von ihm für angemessen(er) gehaltenen Zinssätze im Rahmen der Verschuldung von HEW (beziehungsweise der VEAG, siehe unten) auch nicht schlicht geschätzt und sich damit dem potenziellen Vorwurf ausgesetzt, lediglich seine Sichtweise an die Stelle derjenigen der Bewertungsgutachterin zu setzen. Vielmehr hat er die in der Detailplanungsphase zu beobachtenden Zinssätze fortgeschrieben, was von der Vorgehensweise nicht zu beanstanden war. Ein deutliches Absinken des allgemeinen Zinsniveaus war zum Bewertungsstichtag nicht zu erwarten, da keine zeitliche Nähe zu dem erst im Jahr 2007 erfolgten Zusammenbruch der Finanzmärkte existierte. Der pauschale Einwand der Antragsgegnerin, der Sachverständige habe nicht berücksichtigt, dass sich längerfristig Hoch- und Tiefzinsphasen abwechseln, war insoweit nicht zielführend. Ende Januar 2003 konnte bei Betrachtung der vorangegangenen Jahrzehnte nicht davon die Rede sein, dass eine Hochzinsphase herrschte, deren Ende absehbar gewesen sei. Insoweit kann auf die Ausführungen von [redacted] zur Höhe des Basiszinssatzes verwiesen werden, wo es gerade heißt, dass nicht von einer Fortdauer der zum Bewertungsstichtag herrschenden Niedrigzinsphase ausgegangen werden könne.

hhh) Die weiter von der Antragsgegnerin vorgetragene Behauptung, dass die vom Sachverständigen für plausibel gehaltenen Zinssätze für Fremdkapital aus dem Grunde zu hoch angesetzt seien, da eine Mittelaufnahme nicht auf dem Kapitalmarkt sondern konzernintern habe stattfinden sollen, war nicht geeignet, die Einschätzungen des Sachverständigen in Frage zu stellen. Dieser hat in seiner Stellungnahme vom 1. Juli 2015 nämlich ausgeführt, dass eine entsprechende konsistente Handhabung von Darlehnsverbindlichkeiten an keiner Stelle der [redacted]-Planung dokumentiert gewesen sei. Insoweit folgte die Kammer der Ansicht des Sachverständigen, dass keine Sachverhalte zu berücksichtigen sind, die keinen Niederschlag in der Planung, beziehungsweise für die ewige Rente, in dem von [redacted] erstellten Bewertungsmodell gefunden haben.

iii) Soweit der Sachverständige daneben den Aufbau weiterer Verbindlichkeiten in der Rentenphase rügt, war ihm zuzugeben, dass diese Annahme dem Bewertungsmodell widerspricht, nach dem mit dem Eintritt der ewigen Rente auch grundsätzlich das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital festgeschrieben wird.

Anhaltspunkte dafür, dass weitere, konkrete Änderungen an der Planung geboten sind lagen der Kammer nicht vor. Solche ergaben sich weder aus den Einwendungen der Antragsteller noch aus den Feststellungen des Sachverständigen.

### jj) Berücksichtigung der Kernkraft

Für die Berechtigung der Einwendung von Seiten der Antragsteller, dass die mit dem Betrieb von Kernkraftwerken durch Beteiligungsgesellschaften der Antragsgegnerin verbundenen Risiken keine angemessene Berücksichtigung in der Planung der HEW/ gefunden haben, fanden sich nach den Analysen des gerichtlichen Sachverständigen keine Anhaltspunkte.

aaa) Die Berücksichtigung des Betriebs von Kernkraftwerken durch Unternehmen, an denen HEW/ beteiligt ist beziehungsweise war, stand zunächst unter der Prämisse, dass zum Bewertungsstichtag die geordnete Beendigung der Nutzung der Atomenergie zur Stromerzeugung gesetzlich beschlossen war. Für die einzelnen Kraftwerke bedeutete dies Restlaufzeiten, die im Fall des Kernkraftwerks Stade fast verbraucht waren (2003) bis hin zum Jahr 2020 für das Kernkraftwerk Brokdorf. Aufgrund dieses stufenweisen Ausstiegs und des damit gestaffelten Wegfalls des Strombezugs aus den vier Kraftwerken war für HEW/ mit dem Beginn der ewigen Rente im Jahr 2007 noch kein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand erreicht.

bbb) Der Sachverständige führt insoweit aus (Gutachten zur Phase II, S. 59), dass in einem solchen Fall grundsätzlich drei verschiedene Vorgehensweisen zur Verfügung stehen, um zu einem sachgerechten Ergebnis zu gelangen. hat dabei den Weg gewählt, das Ergebnis für 2007 als nachhaltig zu betrachten, die Auswirkungen des Atomausstiegs in einer Nebenrechnung abzubilden und die hier gewonnenen Ergebnisse als Korrektur der betroffenen Positionen in der ewigen Rente in Ansatz zu bringen. Der Sachverständige hat auf S. 60 diese Nebenrechnung einschließlich des von auf minus 50,6 Mio. EUR taxierten Gesamtbetrages für die vorzunehmenden Korrekturen wiedergegeben.

Der Sachverständige hat im Anschluss die einzelnen Punkte der Nebenrechnung näher erläutert und analysiert. Er hat im Ergebnis keinen Korrekturbedarf gesehen, auch wenn die Nebenrechnungen durch „weitgehend auf der Basis von pauschalen Annahmen“ erfolgt sind. Dies dürfte angesichts des fehlenden Vorliegens einer verlässlichen Datenbasis aber vertretbar sein. Auch der Sachverständige führt diesbezüglich aus, dass die vorgenommene Pauschalierung angesichts der bestehenden Unsicherheiten in der weiteren Abwicklung der Kernkraftwerks-Gesellschaften nicht zu beanstanden war. Die in der Korrekturplanung enthaltene Annahme, dass die durch den anderweitigen Strombezug entstehenden Mehrkosten lediglich zu 50 % auf die Abnehmer überwältzt werden können, hielt der Sachverständige für tendenziell optimistisch aber vertretbar. Es sei nicht lediglich die HEW/ vom Atomausstieg betroffen, sondern marktweit mit dem Effekt eines Wegfalls der hinsichtlich der reinen Produktionskosten günstigen Kernenergie umzugehen.

ccc) Als Ergebnis seiner Betrachtungen ist der Sachverständige zunächst zu dem Schluss gelangt, dass die Berechnungen der weitgehend akzeptabel sind, das Modell jedoch den anfallenden Steueraufwand um 11,2 Mio. EUR und den Zinsaufwand um 21,3 Mio. EUR zu gering ansetze.

Den zuerst genannten Abzugsposten hielt er jedoch nach entsprechenden Einwendungen der Antragsgegnerin für nicht mehr gerechtfertigt. Insoweit hat sich im Laufe des weiteren Verfahrens nach der Fertigstellung des Gutachtens durch den Sachverständigen herausgestellt, dass die nicht abzugsfähigen Zinsaufwendungen aus den Darlehen der Kernkraftwerksgesellschaften nicht - wie vom Sachverständigen zunächst vermutet - in steuerlich voll geltend zu machende Bezugskosten überführt worden waren, sondern die Nichtabzugsfähigkeit in der Gesamtberechnung der Steuerlast des Konzerns in der ewigen Rente berücksichtigt worden war.

Ebenso hat der Sachverständige nach ergänzenden Ausführungen der Antragsgegnerin den im Rahmen der Verbindlichkeiten der gegenüber den Kernkraftwerksgesellschaften in Ansatz zu bringenden Zinssatz nach unten korrigiert. Diesbezüglich hat sich herausgestellt, dass für diese Darlehen ein deutlich unter dem marktüblichen liegender Zinssatz von lediglich 1,95 % vereinbart worden war. Insoweit erwies sich der - seinerzeit auf Basis der dem Sachverständigen vorgelegten Informationen nachvollziehbar auf 7,0 % veranschlagte Fremdzinssatz - als unzutreffend.

ddd) Der von den Antragstellern erhobene Einwand, die dem Gutachten zugrunde liegende Planung berücksichtige die durch den Betrieb, die vorhersehbare Betriebseinstellung und den hierdurch erforderlichen Rückbau der Kernkraftwerke entstehenden Kosten nicht in ausreichendem Umfang konnte vom Sachverständigen nicht bestätigt werden:

Zum Stichtag waren die mit den denkbaren Schäden durch einen atomaren Unfall verbundenen Risiken durch Haftpflichtversicherungen auf der einen Seite sowie die Beteiligung der Antragsgegnerin beziehungsweise der Betreibergesellschaften der Kernkraftwerke Stade, Brunsbüttel, Krümmel und Brokdorf an einem solidarischen Haftungsfonds sämtlicher deutscher Kernkraftbetreiber auf der anderen Seite weitgehend abgesichert. Über eine Haftungsgrenze von 2.500 Mio. EUR je Kraftwerksblock hinaus waren die Betreiber über eine Freistellung durch die Bundesrepublik Deutschland in § 34 AtomG keiner weiteren Haftung ausgesetzt.

Zwar bestanden insoweit durchaus Haftungsrisiken für den Fall einer Nuklearkatastrophe, nämlich hinsichtlich der Deckungslücke zwischen den Versicherungssummen und der Leistungsfähigkeit des Solidarfonds der KKW-Betreiber und der gesetzlichen Haftungshöchstgrenze. Auch ist ein solches Szenario im Bewertungsmodell der Antragsgegnerin tatsächlich nicht berücksichtigt

worden. Diese „Auslassung“ war nach der überzeugenden Begründung des Sachverständigen aber nicht als wertrelevant anzusehen, so dass sich weitergehende Ermittlungen betreffend eine durch das atomare Risiko ausgelöste Wertminderung der erübrigen. Der Sachverständige gelangt jedenfalls nachvollziehbar zu dem Schluss, dass einem möglichen Unfall aufgrund des oben geschilderten Haftungssystems, der Schwierigkeiten bei der Bezifferung des Risikopotenzials sowie der relativ geringen Eintrittswahrscheinlichkeit nahezu keine Wertrelevanz zukommt.

Auch die auf gesetzlicher Grundlage zu bildenden Rückstellungen für den Rückbau der vier Kernkraftwerke sind nach Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen zutreffend berücksichtigt worden. Diesbezüglich führt er zunächst aus, dass die entsprechenden Rückstellungen nicht bei der Antragsgegnerin zu bilden sind, sondern bei den einzelnen Betreibergesellschaften, so dass sich die Beträge ausschließlich aus den Jahresabschlüssen dieser Unternehmen entnehmen lassen. Aus diesem Grunde „fehlen“ diese Rücklagen nicht schlichtweg, wie von den Antragstellern vermutet.

Der Sachverständige hat die ausgewiesenen Rückstellungen per 31. Dezember 2002 in der Tabelle auf S. 65 seines Gutachtens zur Phase II zusammengefasst. Die Kammer schließt sich auch in diesem Punkt der Ansicht des Sachverständigen an, wenn er bemerkt, dass sich lediglich aufgrund der allgemeinen Zweifel der Antragsteller an dem Umfang der vorgesehenen Rückstellungen keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die zukünftigen Lasten der Antragsgegnerin wesentlich höher ausfallen als angenommen. Zwar bestehen auch hier, wie auch bei anderen Aspekten des Bewertungsfalls, erhebliche Unsicherheiten, in welcher Höhe Rückbau- und Entsorgungskosten tatsächlich anfallen werden. Da im Planungzeitpunkt Rückbauaktivitäten bis zum Jahr 2046 (KKW Brokdorf) vorgesehen waren, konnte nur eine bestmögliche Schätzung erfolgen, da eine Vorhersage allein der Preisentwicklung über einen Zeitraum von 43 Jahren schlechthin nicht möglich war. Insoweit weist der Sachverständige auch darauf hin, dass die Jahresabschlüsse der Betreibergesellschaften testiert worden sind, wobei ein Schwerpunkt der Prüfungen gerade in der Feststellung der zutreffenden Bildung von Rücklagen gelegen hat.

#### **kk) Planung VEAG**

Die für die Jahre 2003 bis 2006 geplanten Umsatzerlöse der VEAG stammen im Wesentlichen aus dem Stromverkauf, was angesichts des Umstandes, dass es sich bei den Kunden der VEAG fast ausschließlich um Weiterverteller handelt, nachvollziehbar war.

aaa) Ähnlich wie bei Bewag und HEW ging die Planung davon aus, dass deutlichen Mengenverlusten im Stammgebiet des Unternehmens höhere Absatzmengen außerhalb des Netzgebietes gegenüberstehen würden, so dass sich im Zusammenspiel mit vorgesehenen Preissteigerungen insgesamt ein Anstieg der Stromerlöse im Planungszeitraum ergab. Diese Entwicklung hielt der gerichtliche Sachverständige – parallel zur Planung der weiteren Gesellschaften – für plausibel ohne dass sich für die Kammer insoweit gegenteilige Anhaltspunkte ergeben hätten.

bbb) Dies galt auch hinsichtlich des geplanten Materialaufwandes, der von den beiden Posten des Strombezugs von dem Vertragspartner Saale Energie GmbH sowie dem Bezug von Braunkohle von der LAUBAG geprägt wird.

Bei einem zum letztgenannten Punkt vom Sachverständigen angestellten Vergleich der Bezugskosten mit den insoweit geplanten Verkaufserlösen bei der LAUBAG konnte er keine Inkonsistenzen feststellen. Die bereinigte Rohertragsmarge soll sich im Planungszeitraum positiv entwickeln und von 43,5 % im Jahr 2000 auf einen Wert von 53,3 % im Jahr 2006 steigen, wobei diese Marge in der Planung der ewigen Rente beibehalten wird. Soweit der Sachverständige anmerkt, dass in der vorliegenden Planung die Endlichkeit der Braunkohlevorräte der LAUBAG im Zuge der Berechnungen des aggregierten Werts für die ewige Rente offensichtlich nicht berücksichtigt worden ist, war jedenfalls nicht ersichtlich, dass sich dieser Umstand auf den Ertragswert von des VE-Konzerns ohne Bewag auswirken könnte. Der Sachverständige führt aus, dass die Vorräte der LAUBAG bei alleiniger Berücksichtigung der Bezugsmengen der VEAG voraussichtlich erst im Jahr 2074 erschöpft sein würden. Änderungen der Bezugskonditionen nach diesem Zeitpunkt könnten bei der Betrachtung des Barwerts aber vernachlässigt werden. Aus diesem Grunde erwies sich nach Ansicht der Kammer eine weitere Untersuchung der Planung in diesem Punkt als nicht erforderlich, da sich auch eine Annahme einer Aufwandserhöhung allenfalls marginal auf den Unternehmenswert der Gruppe auswirken könnte.

ccc) Schließlich hielt der Sachverständige auch die Planung der sonstigen betrieblichen Erträge für nachvollziehbar, insbesondere im Punkt der Auflösung der steuerlichen Sonderabschreibungen.

Bei der Höhe der Abschreibungen im Vergangenheits- und Detailplanungszeitraum beziehungsweise der Reinvestitionsrate im Zeitraum der ewigen Rente fiel auf, dass die Abschreibungen zwischen 2000 und 2002 deutlich gefallen waren und sich dann nach der Planung zwischen 2003 und 2006 relativ konstant im Bereich zwischen 380 und 390 Mio. EUR bewegen sollten. Für die ewige Rente wurde dann ein deutlicher Rückgang des Investitionsvolumens angenommen. Auch insoweit war die Planung im Ergebnis der Analyse durch den gerichtlichen Sachverständigen nicht zu

beanstanden. Wie er auf S. 75 ff. seines Gutachtens zur Phase II ausführt, waren die von der VEAG zum Bewertungszeitpunkt betriebenen Kraftwerke, die den ganz überwiegenden Teil des Anlagevermögens der Gesellschaft bildeten erst zu ungefähr einem Viertel ihrer voraussichtlichen Lebensdauer abgenutzt, so dass erste Investitionen erst im Jahr 2015 notwendig werden würden. Daher hat der Sachverständige die Höhe der Reinvestitionsrate in der ewigen Rente als grundsätzlich plausibel erachtet.

ddd) Wie bereits bei HEW hielt der Sachverständige die Berechnung des in der ewigen Rente zu erwartenden Zinsaufwandes allerdings für nicht zutreffend. Zum einen berücksichtigt die von eingestellte Aufwand für Fremdkapital im Zuge des Aufbaus der Verschuldung nach Auflösung der Sonderposten nicht, dass der hierdurch entstehende Mehraufwand graduell bis zum Jahr 2025 ansteigt und nicht bereits mit dem Eintritt in die Rentenphase in voller Höhe anfällt. Zum anderen war die Auffassung des Sachverständigen nachvollziehbar und plausibel, dass Zinssätze für Bankdarlehn langfristig nicht auf dem Niveau des risikolosen Basiszinssatzes liegen werden, sondern darüber. Die hier im Rahmen der Korrektur gewählte Vorgehensweise des Sachverständigen, die bekannten Darlehnskonditionen fortzuschreiben, war dabei nicht zu beanstanden.

## II) Planung LAUBAG

Die Umsatzerlöse der LAUBAG entstanden und entstehen im Wesentlichen aus dem Verkauf von Braunkohle an die VEAG.

aaa) Ein Verkauf von Kohle an Dritte fand in der Vergangenheit nur in untergeordneten Größenordnungen statt. Ein Anstieg der entsprechenden Quote ist auch für die Detailplanungsphase nicht vorgesehen, vielmehr sollen sich die Drittverkäufe auf einen Anteil von unter 5 % stabilisieren. Die sonstigen um 15 bis 20 % der Gesamterlöse schwankenden Umsätze beinhalten Verkäufe von Briketts, Staub, Wirbelschichtkohle sowie Trink- und Brauchwasser.

bbb) In den Jahren 1999 bis 2002 war es durch sinkende (Markt-) Preise zu einem deutlichen Rückgang der Einkünfte aus dem Braunkohleverkauf gekommen. Nach der Planung soll diese Entwicklung bereits im ersten Planjahr 2002 nicht weiter fortsetzen. Vielmehr wurde ein zwar noch leichter Preisrückgang, im Gegenzug aber ein Mengenanstieg prognostiziert. In den Planjahren ab 2003 wurde dann von moderaten Wachstumsraten bei einem konstanten Preisniveau ausgegangen. Diesbezüglich war nicht ersichtlich, dass den Planannahmen eine fehlerhafte Beurteilung der maßgeblichen Sachverhalte zugrunde gelegen hätte. Vor allem war die Planung, wie oben bereits festgestellt, mit derjenigen der VEAG konsistent.

ccc) Der mit den Erlösen korrespondierende Aufwand der LAUBAG wurde vom Sachverständigen gleichfalls als plausibel eingeschätzt, auch wenn hier – wie auch in anderen Bereichen der Bewertung – die von zur Verfügung gestellte Datenbasis unvollständig war:

Die LAUBAG ging davon aus, dass der Materialaufwand pro Abraumtonne aufgrund von Effizienzgewinnen im Planungsverlauf zurückgehen würde, pro Kubikmeter Kohle aber langfristig mehr Abraum entfernt werden müsste. Wie der Sachverständige festgestellt liegt das für die Dauer des Abbaus ab 2007 angenommene Verhältnis von 1:7,5 deutlich über der erst bei einem Verhältnis von 1:10 erreichten Grenze der Wirtschaftlichkeit.

Bei den sonstigen Aufwandsposten, insbesondere beim Personalaufwand, hat der Sachverständige den in der Planung enthaltenen Annahmen eine hinreichende Plausibilität bescheinigt. Zwar hält er den vorgesehenen Anstieg der Personalkosten von 3,5 % im Jahr zwischen 2001 und 2006 für relativ hoch, sieht hier jedoch keinen Änderungsbedarf, da sich diese Quote nach seiner Ansicht noch innerhalb des den Organen der LAUBAG zustehenden Planungsermessens bewege. Nachvollziehbar angesichts des auslaufenden Geschäftsmodells der Gesellschaft war auch die Annahme sinkender Abschreibungen, da keine Erweiterungsinvestitionen zu erwarten waren.

ddd) Der Sachverständige hat die Vermutungen einiger Antragsteller, dass die von der LAUBAG für die Rekultivierung der Tagebaue zu bildenden bergbaubedingten Rückstellungen nicht oder nicht in zutreffender Höhe berücksichtigt worden sind, nicht bestätigen können.

Anders als bei den Rückstellungen der Kernkraftwerksgesellschaften fallen bergbaubedingte Sanierungs- und Rekultivierungsmaßnahmen bereits während des Betriebs der Tagebaue an. Für die Detailplanungsphase sind daher sowohl Zuführungen in die Reserve als auch der Verbrauch von Bergbaurückstellungen geplant. Der Sachverständige hat als Beurteilungsmaßstab für die Frage, ob die in den Jahren 2003 bis 2006 vorgesehenen Zuführungen zu den Rückstellungen von ihrer Höhe her plausibel sind, diese ins Verhältnis zu den geplanten Abraummenen gesetzt. Aus diesem Vergleich ergibt sich, dass die Rückstellungen in der Vergangenheit der Jahre 1999 bis 2002 keine einheitliche Höhe besaßen und zwischen 0,02 €/m<sup>3</sup> und 0,23 €/m<sup>3</sup> schwankten. Insofern liegt die für den Planungszeitraum beabsichtigte Rückstellung von 0,11 €/m<sup>3</sup> beziehungsweise 0,10 €/m<sup>3</sup> unterhalb des Durchschnitts der Vorjahre. Der Sachverständige sah angesichts des Planungsermessens der Gesellschaft jedoch keinen Anlass, diesen Ansatz zu korrigieren.

Die Ableitung eines Wertes für die ewige Rente basiert auf der Prämisse, dass die - mit wirtschaftlich vertretbarem Aufwand - abbaubaren Braunkohlevorräte der LAUBAG im Jahr 2030 erschöpft sein werden. Vor diesem Hintergrund hat unter vereinfachenden Annahmen und

Fortentwicklung der Kennzahlen zu Mengen und Preisen einen Planungszeitraum bis zu diesem Zeitpunkt modelliert. Bei der nachfolgenden Liquidation der Gesellschaft verblieb ein positives Eigenkapital in Höhe von 491,6 Mio. EUR, welches in 2030 als Sonderausschüttung berücksichtigt wurde. Der Sachverständige erläutert die einzelnen Positionen der Berechnung auf den Seiten 93 bis 95 seines Gutachtens zur Phase II und beurteilt im Anschluss die von [redacted] gewählte systematische Vorgehensweise als grundsätzlich richtig. Dies gilt auch hinsichtlich der Höhe der Aufwendungen aus bergbaurechtlichen Verpflichtungen, die zwar bei dem vom Sachverständigen herangezogenen Vergleichsmaßstab von Aufwand zu geplanten Abraummengen stärker schwanken sollen als im Detailplanungszeitraum. Sie bewegen sich aber innerhalb der Bandbreite der Vergangenheitswerte und wurden daher vom Sachverständigen als plausibel eingestuft.

Zwar weisen die Berechnungen von [redacted] in einzelnen vom Sachverständigen herausgestellten Punkten insoweit Inkonsistenzen auf, als im Rahmen der Überleitung der ermittelten Annuität in das Bewertungsmodell eine nicht erklärbare Übertragungsdifferenz von 1,2 Mio. EUR festzustellen war und auch der Zeitraum der Aufzinsung hinsichtlich eines halben Jahres nicht nachzuvollziehen war. Die Effekte dieser Punkte auf den Ertragswert der LAUBAG hielt der Sachverständigen jedoch im Ergebnis für zu vernachlässigen, was angesichts der absoluten Höhe der in Rede stehenden Werte plausibel erschien.

eee) Zutreffend weist der Sachverständige allerdings im Übrigen darauf hin, dass die vollständige Vernachlässigung der von der LAUBAG durchgängig bis zum letzten Jahr der Detailplanungsphase erzielten sonstigen Umsätze - angesichts eines Anteils von fast 15 % an den Gesamtumsätzen - nicht sachgerecht ist. Nach den Berechnungen des Sachverständigen führt die Berücksichtigung fortlaufender Umsätze in diesem Bereich bis zum Jahr 2030 zu einem um 50,9 Mio. EUR höheren Wert des nachhaltigen Ergebnisses (vor Steuern).

fff) Gleichfalls zu Recht beanstandet hat der Sachverständige die in der Planung für die ewige Rente enthaltene Annahme, dass bei einer Anlage der Liquiditätsreserven auf dem Kapitalmarkt Guthabenzinsen in Höhe des risikolosen Zinssatzes erzielt werden können. Eine solche Annahme entsprach nicht der Realität, so dass der Auffassung des Sachverständigen, dass als Basis der Zinserträge ein Zinssatz von lediglich 3,3% in die Planung eingestellt werden darf, plausibel war. Soweit die Antragsgegnerin zu diesem Punkt geltend macht, der Zinssatz solle nicht bei einer freien Anlage der entsprechenden Mittel erzielt werden, sondern bei einer konzerninternen Ausleihung, war dies - wie oben bei der Planung der HEW bereits erörtert - mangels Dokumentation dieser Absicht sowie des Umfangs derartiger Transaktionen im Modell der [redacted] unbeachtlich. Die Tatsachengrundlage der für die Bewertung aller betroffenen Unternehmen maßgeblichen Parameter beruht auf der einen Seite auf den zum Stichtag objektiv vorhandenen Erkenntnissen und

zum anderen hinsichtlich der gerichtlichen Überprüfung der Plausibilität der getroffenen Annahmen auf den Unterlagen, welche dem gerichtlichen Sachverständigen zur Verfügung gestellt worden sind. Soweit diese unvollständig gewesen sein sollten, wirkt sich dies zu Lasten der Antragsgegnerin aus. Nur diese verfügte über die notwendigen Informationen, um die nunmehr aufgestellten Behauptungen über die Planung der zukünftigen konzerninternen Finanzierung auch belegen zu können.

ggg) In diesem Punkt war auch die weitere Einwendung der Antragstellerin, dass die externe Verschuldung des Konzerns durch die interne Kreditvergabe gemindert worden sein solle, nicht nachvollziehbar. Da sich – insbesondere bei der Annahme identischer Guthaben- und Debetzinsen – die Vermögenssituation im Hinblick auf das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital nicht ändert, käme es allenfalls nicht zu einer Erhöhung der Verschuldung auf der Ebene des Gesamtkonzerns.

hhh) Nicht nachvollziehbar war auch die Argumentation der Antragsgegnerin, die vom Sachverständigen angenommene Zinsspanne zwischen Soll- und Habenzinsen entspreche nicht der Risikosituation eines Energieversorgers. Insofern kann nicht auf die absolute Differenz zwischen den beiden Werten abgestellt werden, sondern jeweils nur auf die Differenz zum risikolosen Basiszinsatz. Soweit der Sachverständige hier Aufschläge von 1% für die LAUBAG und 1,5% für HEW/ angenommen hat, war ein Risikozuschlag in dieser Höhe nicht unplausibel, vor allem angesichts der Höhe der Verschuldung des Konzerns der Antragsgegnerin nach dem Erwerb der Bewag. Auch Fremdkapitalgeber berücksichtigen die bisher bestehende Verschuldung bei der Kalkulation des Ausfallrisikos. Es wäre nicht nachvollziehbar und ist auch von der Antragsgegnerin so nicht behauptet worden, dass der Kapitalmarkt das Risiko von Energieversorgungsunternehmen ungeachtet der Höhe der beim konkreten Konzern bestehenden Verbindlichkeiten in jedem Fall als quasi Null betrachtet.

#### **mm) Mehrfache Einbeziehung des Ergebnisses der Bewag in den Ertragswert der**

Insbesondere der gemeinsame Vertreter rügt, dass das Ergebnis der Vattenfall Europe zu hoch ausfalle, da das Beteiligungsergebnis der Bewag-Gruppe aus den Jahren 2002 und 2003 doppelt berücksichtigt worden sei. Nach den vom Sachverständigen diesbezüglich durchgeführten Betrachtungen führte dieser Umstand jedoch nicht zur fehlerhaften Annahme eines zu hohen Beteiligungsergebnisses der

Die Diskussion war letztlich bedingt durch den Umstand, dass die Bewag, anders als die HEW und die VEAG, ein vom Kalenderjahr abweichendes Wirtschaftsjahr hatte. Zur Transformation in die Planungssystematik wurde daher im Anschluss an das Wirtschaftsjahr 2002/2003 das Rumpfgeschäftsjahr 2003, bestehend aus dem zweiten Halbjahr 2003, gebildet. Dies hatte zur Folge, dass die Bewag-Gruppe im Planjahr 2003 der [...] mit insgesamt 18 Monaten berücksichtigt wurde, da auch die Beteiligungserträge aus dem zweiten Halbjahr 2002 als solche für das Jahr 2003 ausgewiesen wurden. Insoweit stellte sich das Beteiligungsergebnis der [...] als Folge des Stichtagsprinzips dar, da ein tatsächlicher Zufluss der Ergebnisse der Bewag-Gruppe erst nach dem Bewertungsstichtag stattfinden würde. Wie der Sachverständige aufgezeigt hat, handelte es sich letztlich jedoch ausschließlich um eine Frage der Planungssystematik und nicht der Planungsinhalte, da das Ergebnis nur einmal als Beteiligungsertrag in den Wert der aggregierten [...] eingeflossen ist.

#### **nn) Geplante Ausschüttungen der [...] für 2002 in 2003**

Die von [...] vorgenommene Bewertung der [...] sah für das Jahr 2003 neben der Vollausschüttung aller Erträge auch eine zusätzliche Dividendenausschüttung in Höhe von 68,2 Mio. EUR für das Ergebnis des Geschäftsjahrs 2002 vor. Nach Abzug hälftiger persönlicher Einkommenssteuer hat [...] für diese Ausschüttung einen Werteffekt in Höhe von 56,2 Mio. EUR berechnet, um den sich der Wert der [...] in der Folge erhöht. Vor allem der Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat den Ansatz als Sonderwert und die damit verbundene Erhöhung des Unternehmenswerts der [...] kritisiert.

Nach den Analysen des gerichtlichen Sachverständigen konnte dahinstehen, ob die Vorgehensweise von [...] gerechtfertigt ist. Der Umstand, dass die Ausschüttung im Bewertungsmodell fremdfinanziert erfolgen soll, da es sich um eine Zahlung aus dem Vermögen handelt, führte nämlich dazu, dass sich die langfristigen Zinsaufwendungen der [...] um einen Betrag von rund 47,1 Mio. EUR erhöhten. Dies entsprach in etwa dem positiven Werteffekt, so dass sich die Wertauswirkungen letztlich neutralisieren und die Auswirkungen auf das Umtauschverhältnis marginal sind.

#### **oo) Ergebnis Planung**

Damit ergab sich aus den vom Sachverständigen durchgeführten Analysen beziehungsweise den von ihm getroffenen Feststellungen, dass die der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnungen trotz des zum Teil unvollständigen Datenmaterials, welches dem Sachverständigen zur Verfügung gestellt wurde, und des Korrekturbedarfs in einigen Punkten im Wesentlichen als plau-

sibel angesehen werden könnten. Der Sachverständige hat insbesondere nicht die von Antragstellerseite aufgestellten Vermutungen bestätigt, dass die Ertragsaussichten der Bewag gegenüber denjenigen der Unternehmen des HEW/ systematisch unterschätzt worden sind. Aus der Sicht des Stichtages war auch die planerische Berücksichtigung der Risiken aus der Beteiligung der an Kernkraftwerksbetreibern und der Notwendigkeit der Durchführung landschaftlicher Rekultivierungsmaßnahmen bei den Braunkohletagebauen der LAUBAG zutreffend erfolgt.

### **5. Berücksichtigung von Synergien**

Besondere Verbund- oder Synergieeffekte waren bei der Planung der weiteren Entwicklung der Gesellschaft nicht auszuweisen beziehungsweise zu berücksichtigen. Soweit sich aus der engen Kooperation zwischen der Bewag und der Antragsgegnerin Vorteile ergeben, waren diese bereits in der Planung enthalten.

### **6. Kapitalisierungszinssatz**

a) Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektiver Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines objektiv vernünftigen dritten Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege

der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass auch trotz nicht vollständig geklärten betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.; IDW S. 1 Tz. 91 ff, 122).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens von ... zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und die Höhe des Kapitalisierungszinssatz insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages sowie eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen wollen.

#### **a) Basiszinssatz**

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Verschmelzungsberichts für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 5,5 % vor Steuern im konkreten Bewertungskontext für vertretbar.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 638).

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 31. Januar 2003. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nach-

dem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 647).

Die Bewertungsgutachterin – und ihr folgend die Verschmelzungsprüferin – haben diesen dauerhaft zu erwartenden Zinssatz geschätzt, wie es unter der Geltung des IDW-Standards S1 2000 nicht unüblich war. hat in diesem Zusammenhang lediglich ausgeführt, dass die durchschnittliche Rendite langlaufender Staatsanleihen in den Jahren 1981 bis 2001 bei rund 6,7 % gelegen habe, zum Stichtag aber auf einen Wert von 4,4 % abgesunken sei. Eine Rendite in dieser Höhe sei aber das Ergebnis einer Niedrigzinsphase, deren Folgen nicht als repräsentativ für die künftige Entwicklung angesehen werden könnten. Im Ergebnis hat dann ohne weitere Ausführungen zu dessen Ableitung einen Basiszinssatz von 5,5 % verwendet, dessen Höhe der seinerzeitigen Empfehlung des IDW entsprach.

dd) Die Kammer hält bei aktuellen Bewertungsanlässen die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die gegenwärtig am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731).

ee) Zwar war die Verwendung der Daten aus der Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag nicht üblich. Dieser Umstand wäre jedoch nicht geeignet, die Nutzung der auf diese Weise gewonnenen Daten im hiesigen Spruchverfahren zu hindern. Das Stichtagsprinzip steht der Anwendung einer Berechnungsweise, die erst nach dem für die Bewertung maßgebenden Zeitpunkt entwickelt wird, nämlich nicht grundsätzlich entgegen. Die Regeln, nach denen die Ertragsprognose und der Zinssatz im Rahmen einer gerichtlichen Schätzung ermittelt werden, müssen lediglich den Bewertungszielen entsprechen, die in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und praktisch gebräuchlich

sind (vgl. BGH, NZG 2016, 139, 143). Ein Rückwirkungsverbot, welches sich auf die im Einzelnen angewandten Berechnungsmethoden bezieht, existiert mithin nicht.

ff) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

gg) Nach dem über das Internet frei verfügbaren BaseRate Guide, welcher von zur Verfügung gestellt wird, lag der ungerundete Dreimonatsschnitt auf der Grundlage der Zinsstrukturkurve für den im Sinne der lit. ff) einheitlichen Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag bei 5,13%. Die Kammer hielt die Differenz zu dem von der Bewertungsgutachterin angesetzten Zinssatz für nicht so erheblich, dass an dieser Stelle das Bewertungskalkül hätte geändert werden müssen.

hh) Da es sich beim Basiszins um ein markt- und nicht um ein unternehmensbezogenes Datum handelt, war er in identischer Höhe bei der Ertragswertbestimmung sowohl der Bewag als auch der in Ansatz zu bringen. Damit wirken sich von der Höhe her identische Änderungen des Zinssatzes bei beiden Bewertungseinheiten in gleicher Weise aus. Die vom gemeinsamen Vertreter angestellten Überlegungen zum Einfluss einer unterschiedlichen Höhe des Basiszinssatzes bei der Berechnung des Umtauschverhältnisses hielt die Kammer für eher theoretisch. Auch der gerichtlich bestellte Sachverständige führt auf S. 114 des Hauptgutachtens zu dieser Frage zutreffend aus, dass Änderungen an dieser Komponente des Kapitalisierungszinssatzes

nur geringe Auswirkungen auf die Bemessung des Umtauschverhältnisses haben können, da beide Bewertungseinheiten gleichförmig betroffen seien. Vor diesem Hintergrund kann dahinstehen, ob nicht ohnehin der Einschätzung des Sachverständigen zu folgen wäre, dass der Ansatz eines Basiszinssatzes von 5,50 % zum Stichtag noch innerhalb einer plausiblen Bandbreite gelegen hat.

ii) Die Abbildung des Halbeinkünfteverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2000 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 35,00 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit für Bewertungszwecke im vorliegenden Fall auf 3,575 % nach Steuern.

### **5. Risikozuschlag**

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

#### **a) Allgemeine Überlegungen**

aa) Es ist vor diesem Hintergrund allgemein anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anleihen. Zu diesen Risiken gehören nicht nur solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlags nicht unumstritten. Ihm wird zum einen entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu

bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., S. 126). Zum anderen wird geltend gemacht, dass etwa im Falle des Squeeze-Out die Mehrheitseigener der Gesellschaft das zukünftige Unternehmensrisiko nicht zum Teil auf die Abfindung der ausscheidenden Aktionäre abwälzen und diese darum kürzen dürfen (vgl. etwa LG Berlin, AG 1983, 137, 138; LG Frankfurt, AG 2007, 42 ff. ). Auch diese Ansicht kann aber in der Konsequenz nicht überzeugen. Die Bewertung des Unternehmens erfolgt nämlich regelmäßig unter der Prämisse der unveränderten Betriebsfortführung, so dass nicht bei der Frage des Risikozuschlages darauf abgestellt werden kann, welche Strategie der Hauptaktionär nach der Übernahme sämtlicher Aktien verfolgen wird – etwa den Rückzug von der Börse im Wege des Delisting. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Minderheitsaktionäre ohne die Strukturmaßnahme ihre Aktien behielten und mit ihrer Investition weiterhin am Unternehmensrisiko teilnahmen. Vertretbar erschiene allenfalls die Annahme, dass für den Fall einer weit gehenden Integration des zu betrachtenden Unternehmens in das Unternehmen des Hauptaktionärs eine Annäherung der Risikoeinschätzung für beide Unternehmen stattfindet. Selbst bei einer solch engen Verzahnung würde das Risiko des mehrheitlich „beherrschten“ Unternehmens jedoch nicht auf Null sinken.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine andere gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678). Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist. Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die auf Portfolios setzt und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen

Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

ee) Dem Risikozuschlag ist vor der Einfügung der Bewertungsstandards IDW S1 2000/2005 vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder im Zähler des Bewertungskalküls die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse explizit um einen Risikoabschlag gekürzt wurden oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Diese Vorgehensweisen sind wegen ihrer rational kaum zu begründenden Spielräume teilweise als willkürlich abgelehnt worden, werden andererseits aber auch noch in der neueren Rechtsprechung für vertretbar gehalten. Sie begegnen vor allem dann Bedenken, wenn sie in einer Weise vermischt werden, die offen lässt, welche Risiken an welcher Stelle der Bewertungsrechnung (unter Umständen mehrfach) Berücksichtigung gefunden haben.

ff) Diesen Bedenken gegen diese „freie Herleitung“ trägt der Standard IDW S1 ab der Fassung 2005 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien kapitalmarktorientierte Modelle (CAPM - Capital Asset Pricing Model - oder Tax-CAPM) empfiehlt, wobei die durchschnittliche Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen definiert und mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert wird, der sich aus der Volatilität der Aktie ergibt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

gg) Zwar ist die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent(er) zu. Daneben steht allerdings, wie der Sachverständige einräumt, die empirische Bewährung des Modells noch aus. Das CAPM beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. Instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.) Damit stellt sich aber bereits grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein

„unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Auf der anderen Seite erscheint es aber nicht völlig unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition eine Überrendite gegenüber sicheren Anlagen erwartet, die denjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen erzielt worden ist.

hh) Darüber hinaus bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist. Diese beiden Faktoren haben aber entscheidendes Gewicht. Durch die Wahl des Vergleichszeitraums in der Vergangenheit - obwohl es eigentlich um eine Schätzung für die Zukunft geht - und durch die Wahl eines Wiederanlagezeitraums bei einem arithmetischem Mittel wird die Höhe der beobachtbaren Marktrisikoprämie entscheidend beeinflusst (vgl. Großfeld-Stöver/Tönnes, BB-Spezial 7/2005, 2, 6). Gleiches gilt für die Feststellung des unternehmensspezifischen Beta-Faktors, da auch hier die Auswahl unterschiedlicher Referenzzeiträume und Kapitalmarktinizes zu stark unterschiedlichen Ergebnissen führen kann. Aus diesen Gründen wird in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten, das CAPM stelle gegenüber der pauschalen Zuschlagsmethode keine überlegene Schätzprozedur dar, da die abgeleiteten Werte nur modelltheoretische Marktwerte darstellen (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 158; OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208).

li) Eine Klärung dieses Streits war im vorliegenden Verfahren nicht herbeizuführen, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, wie die Risikoprämie zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

jj) Dabei hält die Kammer in der Sache die Annahme einer positiven Marktrisikoprämie für zwingend. Schon durch die steuerliche Begünstigung von Dividenden aus Aktien gegenüber der vollen Besteuerung der Zinserträge aus festverzinslichen Anlagen wächst seitdem die Ertragschance des Anlegers bei Anlagen in Aktien gegenüber der Anlage in festverzinsliche Anlagen, da bei theore-

tisch gleich hohen künftigen Erträgen aus beiden Anlagenformen der tatsächliche Erlös aus der Aktienanlage und die Hälfte des persönlichen Steuersatzes höher ausfällt als der Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage. Dem höheren Risiko einer Investition in Aktien steht daher durch die steuerliche Begünstigung eine höhere Ertragschance gegenüber.

Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem hat sich das CAPM zwischenzeitlich in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode etabliert (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht herausbilden können (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 4. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG).

#### **b) Vorgehensweise von**

Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Gutachten zwar Ausführungen zum CAPM gemacht, den Risikozuschlag aber letztlich pauschal bestimmt. Die weiteren Begründungen sind kurz gehalten und beinhalten die Erläuterung, dass in der Vergangenheit durchschnittliche Risikoprämien zwischen 3 und 6 % gelegen hätten. Für Werte, die wenig von Wachstumserwartungen, sondern eher von einer Verzinsungserwartung der Anleger geprägt seien, gehe man von einer mittleren Risikoprämie von 5 % aus. Aufgrund der Branchenbesonderheiten sei das Risiko von Bewag und allerdings aus unterdurchschnittlich, so dass ein Risikozuschlag von lediglich 3 % in Ansatz zu bringen sei. Eine nähere Begründung oder eine Erläuterung zu den zugrunde liegenden Überlegungen findet sich bei nicht. Lediglich die Nichtanwendung des CAPM wird damit begründet, dass am Markt keine Betafaktoren für vergleichbare Unternehmen zur Verfügung stünden.

#### **c) Konsequenzen für das Verfahren**

Wegen dieser letztlich nicht nachvollziehbaren Wertungen von ( ) war die Frage sowohl der sachgerechten Herleitung als auch der Höhe des Risikozuschlags für Bewag und ( ) zwingend im vorliegenden Verfahren zu erörtern und aufzuklären:

#### **aa) Marktrisikoprämie**

Der gerichtliche Sachverständige hat die Höhe der von ( ) als durchschnittlich angesehenen Marktrisikoprämie von 5 % nicht in Frage gestellt und für seine eigenen Berechnungen übernommen. Dies war in der Sache nicht zu beanstanden. Zwar hat die Kammer in der Vergangenheit bei Bewertungsfällen nach IDW S1 2000, deren Bewertungsstichtag sich in zeitlicher Nähe zum Januar 2003 befand, zum Teil eine (Nachsteuer-) Marktrisikoprämie von lediglich 3 % angenommen. Da es sich bei der Marktrisikoprämie aber, wie beim Basiszinssatz, um ein allgemeines Marktdatum handelt, welches unabhängig vom zu bewertenden Unternehmen festzustellen ist, konnte dahinstehen, ob diese Einschätzung weiterhin als zutreffend anzusehen wäre. Differenzen zwischen dem für die Bewag auf der einen und die ( ) auf der anderen Seite anzuwendenden Verrentungszinssatz können sich im Hinblick auf die Marktrisikoprämie nicht ergeben.

#### **bb) Betafaktor**

Die global bestimmte Marktrisikoprämie ist nach dem CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das individuelle Unternehmen anzupassen. Dieser bildet über den Vergleich der Volatilität der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht.

aaa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Gerade der vorliegende Fall zeigt aber, dass die Ermittlung des zutreffenden Betafaktors unabhängig von grundlegenden methodischen Problemen Schwierigkeiten bereiten kann, wenn sich aus den vorhandenen Marktdaten keine plausiblen Zahlen ablesen lassen. Bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit wird im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert. Darüber hinaus verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Frage, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgeblich zukunftsgerichtete Betafaktor zu bestimmen ist.

bbb) Die Bewertungsgutachterin hat sich – aus ihrer Sicht folgerichtig – nicht mit der Höhe der möglichen Betafaktoren für Bewag und Vattenfall Europe auseinandergesetzt. Die Prüferin hat sich dagegen kritisch zur Vorgehensweise von [redacted] geäußert und konstatiert, dass es sich in der Bewertungspraxis durchgesetzt habe, den Risikozuschlag nicht aufgrund von allgemeinen Erfahrungswerten zu bestimmen, sondern ihn vielmehr auf der Grundlage beobachtbarer Marktdaten zu quantifizieren. Zur Plausibilisierung des von [redacted] verwendeten Risikozuschlages hat die Prüferin auf das Branchenbeta „Utilities“ der Deutschen Börse zurückgegriffen und hier für den Zeitraum von August bis November 2002 einen durchschnittlichen Betafaktor von 0,6 ermittelt.

ccc) Der gerichtliche Sachverständige hat eigene Analysen zur Höhe des Betafaktors angestellt und diesbezüglich zunächst die Feststellung getroffen, dass die eigenen Betafaktoren von Bewag und [redacted] aufgrund zu geringer Handelsintensität nicht verwertbar seien. Zwar ist die Verwendung des eigenen Betafaktors eines Bewertungsobjekts grundsätzlich der geeignetste Weg um zu ermitteln, welches Risiko der Markt in Form der Investoren einer Investition in das konkrete Unternehmen beimisst. Allerdings kann dem Betafaktor die hierfür benötigte Aussagekraft fehlen, etwa bei Marktverzerrungen oder zu geringem Handel. Nähere Ausführungen zu den genauen Daten, aufgrund derer der Sachverständige [redacted] zu seiner Einschätzung gelangt ist, finden sich in seinem Gutachten nicht.

Der Sachverständige hat dann in der Folge, ebenso wie [redacted] den Branchenbeta herangezogen, welcher sich von der Höhe her im Zeitraum zwischen der Erstellung des Bewertungsgutachtens und dem Bewertungsstichtag nach seinen Erkenntnissen nicht verändert hat. Letztlich hat sich der Sachverständige damit an einer Peer Group orientiert, deren Zusammensetzung er – im Gegensatz zu [redacted] in – in der Anlage 10 zu seinem Gutachten zur Phase II offengelegt hat.

ddd) Von der Höhe her war der auf diese Weise ermittelte (verschuldete) Betafaktor von 0,6 für die Branche der Energiewirtschaft nicht unplausibel. Der Sachverständige hat diesen Wert dann um das Kapitalstrukturrisiko der in der Peer Group enthaltenen Unternehmen bereinigt, indem er den Marktwert des Fremdkapitals unter Annahme einer autonomen Finanzierungspolitik ermittelt und das Rechenmodell von Modigliani-Miller angewandt hat. Aufgrund dieser in der Bewertungspraxis üblichen Methode ergab sich für das unverschuldete Peer-Group-Beta ein Wert von 0,4, welcher damit die Markteinschätzung des operativen Risikos der in der Vergleichsgruppe zusammengefassten Unternehmen widerspiegelte.

#### cc) Abbildung des Kapitalstrukturrisikos

aaa) Dem Sachverständigen war darin zuzustimmen, dass die Plausibilisierung des im Übertragungsbericht angewandten Risikozuschlages bei Anwendung des CAPM eine Differenzierung zwischen dem operativen Risiko von Bewag und [redacted] und dem Kapitalstrukturrisiko erfordert. Wie er auf S. 108 des Gutachtens zur Phase II zutreffend ausgeführt, kann die Eigenkapitalrendite von Anlegern wegen steuerlicher Effekte durch eine Fremdfinanzierung von Investitionen gestelgert werden, solange die Unternehmensrendite den für das Fremdkapital zu zahlenden Zinssatz übersteigt. Allerdings wirken sich mit steigender Verschuldung Abweichungen in den operativen Überschüssen stärker – und zwar negativ – auf die Eigenkapitalrendite aus. Insoweit ist anerkannt, dass ein hoher Verschuldungsgrad mit einem hohen finanziellen Risiko korrespondiert und unter sonst gleichen Bedingungen einen höheren Risikozuschlag erfordert (vgl. etwa OLG Düsseldorf Beschluss vom 18. August 2016, 26 W 12/15, BeckRS 2016, 111005, Tz. 49 m.w.N.)

bbb) Aufgrund der stark abweichenden Verschuldungsgrade von Bewag und [redacted] zum Bewertungsstichtag ist der Sachverständige [redacted] nach der Ermittlung der nachhaltigen Nettoverschuldung beider Unternehmensgruppen zunächst zu dem Ergebnis gelangt, dass für die Bewag ein verschuldeter Betafaktor von 0,44 und für die [redacted] ein solcher in Höhe von 0,97 anzusetzen ist. Damit ergab sich ein Risikozuschlag vor Steuern von 4,86 % beziehungsweise 2,22 %.

ccc) Als Folge der aktualisierten Erkenntnislage des Sachverständigen infolge von Einwendungen beziehungsweise neuem Sachvorbringen der Antragsgegnerin hat er diese Werte in der ergänzenden Stellungnahme vom 11. Mai 2016 angepasst. Die verschuldeten Betafaktoren von [redacted] und Bewag änderten sich damit auf 0,85 beziehungsweise 0,46 und die Gesamtrisikozuschläge auf 4,23 % respektive 2,31 %.

Die Kammer sah keinen Grund, den Feststellungen des Sachverständigen in diesem Punkt nicht zu folgen.

Soweit zum Teil auf die Entscheidung BayObLG In NZG 2006, 156, 159, Bezug genommen wird, welche Risikozuschläge von über 2% für besonders begründungsbedürftig hält, kann diese Entscheidung auf aktuelle(re) Bewertungsfälle nicht angewandt werden. Sie ist noch auf der Grundlage des Bewertungsstandards HFA 2/1983 ergangen. Insoweit ist zu berücksichtigen, dass sich die Marktrisikoprämie bei einer Nachsteuerbetrachtung unter Abzug eines typisierten Steuersatzes um diesen reduziert.

ddd) Die pauschale Kritik der Antragsgegnerin an dem vom Sachverständigen [redacted] vorgenommenen Ansatz unterschiedlicher Risikozuschläge für Bewag und [redacted] erwies sich von vorn-

herein nicht als berechtigt, da weder die Vorgehensweise des Sachverständigen noch das von diesem gefundene Ergebnis als unplausibel angesehen werden könnten.

Auch eine Auseinandersetzung mit den von der Antragsgegnerin in der Sache vorgetragene Argumenten für die Verwendung eines einheitlichen Risikozuschlages für beide Unternehmensgruppen konnte nicht zu dem Ergebnis führen, dass der Pauschalverfahren gegenüber den Analysen des Sachverständigen der Vorzug zu geben wäre.

eee) Zum einen war für die Bestimmung des angemessenen Umtauschverhältnisses eine so genannte „Stand-Alone-Betrachtung“ der Bewag vorzunehmen. Damit konnte es nicht darauf ankommen, dass die Antragsgegnerin zum Bewertungsstichtag mit 89,52 % an der Bewag beteiligt war und mit deren Integration in ihren Konzernverbund begonnen hatte. Zum anderen weisen auch die bei Energieversorgern typischerweise innerhalb der Wertschöpfungskette vorhandenen Geschäftsfelder unterschiedliche Risikoprofile auf. Dies gilt etwa für die Bereiche der konventionellen auf der einen und der erneuerbaren Erzeugung auf der anderen Seite, Trading, Übertragung/Verteilung sowie Vertrieb (vgl. Beyer/Keller in Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 417). Somit kommt es bei integrierten Versorgungsunternehmen auf die Gewichtung der genannten Geschäftsfelder innerhalb des Tätigkeitsprofils der konkreten Gesellschaft an, um das Gesamtrisiko bestimmen zu können. Es kann also gerade nicht davon ausgegangen werden, dass für sämtliche im Inland tätigen Energieversorgungsunternehmen ein einheitlicher Branchenzuschlag für das Risiko in Ansatz gebracht werden kann. Auf eben diese Weise ist aber offensichtlich vorgegangen, da im Bewertungsgutachten (nur) davon die Rede ist, dass die durchschnittliche Marktisikoprämie von 5 % unter Berücksichtigung von Branchenbesonderheiten wegen des unterdurchschnittlichen Risikos beider Gesellschaften auf 3 % festgesetzt worden ist.

fff) Zwar ist es zutreffend, dass neben der – wie oben ausgeführt nicht unumstrittenen – Bildung eines Risikozuschlages über das (TAX-) CAPM-Modell auch die Anwendung der Pauschalzuschlagsmethode in Betracht kommt. Der Nachteil eines solchen Vorgehens liegt auch weniger in der Methodik selbst begründet als vielmehr in der fehlenden Transparenz und der Gefahr einer Vermischung von Zähler und Nenner des Bewertungskalküls. Dem entspricht auch die Einschätzung des Sachverständigen Frizlen, der darüber hinaus anmerkt, dass eine zwingende Anwendung des CAPM unter der Geltung des zum Bewertungsstichtag aktuellen Bewertungsstandards IDW S1 2000 nicht vorgesehen war.

ggg) Im Übrigen war es gerechtfertigt und auch vom Auftrag des Gerichts an den Gutachter umfasst, dass dieser die Vorgehensweise von kritisch hinterfragt. Zum einen fehlt es nämlich im

Bewertungsgutachten an einer näheren Auseinandersetzung mit der spezifischen Risikosituation von Bewag beziehungsweise HEW. Zum anderen wurde das Risiko auch nach der Einlassung der Antragsgegnerin nicht lediglich in Form eines - identischen - Zuschlags im Rahmen des Kapitallsierungszinssatzes zum Ausdruck gebracht. Vielmehr will [redacted] Risiken auch im „Zähler“ des Bewertungskalküls berücksichtigt haben, ohne dass sich dem vorliegenden Bewertungsgutachten jedoch entnehmen lässt, an welchen Stellen [redacted] zu Gunsten einer „vorsichtigen“ Planung Änderungen an den zum Stichtag vorliegenden (realistischen) Planungen vor allem der [redacted] vorgenommen hat.

hhh) Zwar behauptet die Antragsgegnerin, dass [redacted] im Ergebnis der ewigen Rente mit Abschlägen in Höhe von knapp 55 Mio. EUR kalkuliert hat, um den im Vergleich zur Bewag höheren Verschuldungsgrad abzubilden. Der gerichtliche Sachverständige hat zu diesem Punkt jedoch ausdrücklich erklärt, dass die Berücksichtigung von Risikoabschlägen im Zähler im Gutachten von [redacted] an keiner Stelle konkret dargestellt ist.

Die Antragsgegnerin behauptet diesbezüglich in ihrem Schriftsatz vom 18. Dezember 2014, diese Summe ergebe sich zum einen aus einem Abschlag in Höhe von 28,9 Mio. EUR. Diesen habe [redacted] in die Kalkulation unter der Annahme eingestellt, dass nach dem Wegfall der Energieerzeugung in den Kernkraftwerken die Beschaffung von Strom für Hamburger Großkunden der HEW nur zu deutlich höheren Preisen möglich sein würde, die hierdurch entstehenden Kostensteigerungen aber lediglich zur Hälfte an die Abnehmer weitergegeben würden. Der Sachverständige hat diese Behauptung der Antragsgegnerin anhand der ihm überlassenen Bewertungsunterlagen nicht verifizieren können. So hätten die im Bewertungsgutachten als nachhaltig angenommenen Preise für Großkunden der HEW deutlich über den Bezugspreisen nach dem Ausstieg aus der Kernenergie gelegen. Aus den ihm vorgelegten Unterlagen hätte sich auch keine weitere Differenzierung zwischen Großkunden und Großkunden entnehmen lassen, die möglicherweise zu unterdurchschnittlichen Preisen beliefert würden.

Darüber hinaus habe [redacted] bei der Planung des nachhaltigen Ergebnisses der (virtuellen) VEAG unrealistische Reinvestitionen geplant und unterstellt, dass der Kraftwerkspark der Gesellschaft ab 2015 sukzessive ersetzt wird, obwohl eine Amortisation wegen der Endlichkeit der Braunkohleförderung durch die LAUBAG nicht zu erwarten gewesen sei. Auch insoweit hat der Sachverständige das Vorbringen der Antragsgegnerin nicht nachvollziehen können. So führt er aus, dass ihm gegenüber erklärt wurde, dass gerade keine Investitionen in neue Braunkohlekraftwerke unterstellt worden seien, sondern in solche mit anderen Energieträgern wie Steinkohle und Gas. Auch könne von einer mangelnden Deckung der „Vollkosten der Produktion von Grundlaststrom“, wie von der Antragsgegnerin behauptet, nicht die Rede sein, da für die VEAG auch im nachhaltigen Ergebnis

deutliche Gewinne und ein positiver Wertbeitrag prognostiziert worden seien. Dass dieser unterhalb des Buchwerts des Eigenkapitals liege, sei für sich genommen nicht unplausibel.

iii) Die Kammer hielt es für zutreffend, dass der Sachverständige die behaupteten Abschläge vom „eigentlichen“ Normergebnis der [redacted] in der Rentenphase im Rahmen seines Bewertungskalküls nicht eliminiert hat. Soweit die Antragsgegnerin meint, dass es hierdurch im vom Sachverständigen verwendeten Bewertungsmodell zu einer Doppelberücksichtigung der Verschuldung der [redacted] kommt, war nicht mit hinreichender Sicherheit zu erkennen, dass dies tatsächlich der Fall ist. Der Umstand, dass die Bewertung von [redacted] zur Frage des Risikozuschlags intransparent ist, musste sich zu Lasten der Antragsgegnerin auswirken, welche das Gutachten in Auftrag gegeben und im Ergebnis damit zu verantworten hat. Das Gericht ist jedenfalls nicht gehalten, auf die Richtigkeit von Angaben der Antragsgegnerin zu vertrauen, wenn diese sich auch nach intensiven Recherchen des gerichtlich bestellten Sachverständigen im Bewertungsgutachten und den diesem zugrunde liegenden Unterlagen nicht niedergeschlagen haben. Soweit die Planung der VEAG für die ewigen Rente betroffen ist, hielt es die Kammer im Übrigen nur für wenig glaubhaft, dass [redacted] - wenn überhaupt - nicht lediglich mehr oder weniger pauschale Abschläge vorgenommen haben soll, um die Verschuldung der [redacted] im Zähler abzubilden. Insoweit war bereits nicht nachvollziehbar, wie [redacted] den Effekt der unterschiedlichen Verschuldungsgrade der Bewertungseinheiten quantifiziert haben will, um im Rahmen der von der Antragsgegnerin zu einem bestimmten Abzugsbetrag zu gelangen. Darüber hinaus erschien es gleichfalls als nicht nachvollziehbar, dass [redacted] ein eigenständiges Bewertungsgerüst für die Rentenphase erstellt haben will, welches ganz bewusst von unzutreffenden Prämissen ausgeht.

iii) Auch die Antragsgegnerin räumt letztlich ein, dass die [redacted] zum Stichtag ein höheres Kapitalstrukturrisiko als die Bewag aufwies. Ihre mehrfach wiederholte Auffassung, dass dieses Risiko bereits durch ein höheres operatives Risiko beziehungsweise Geschäftsrisiko der Bewag zum Teil ausgeglichen werde, hat der gerichtliche Sachverständige [redacted] mit nachvollziehbaren Argumenten nicht bestätigen können.

Er führt zu diesem Punkt aus, dass bei im Energiesektor tätigen Unternehmen grundsätzlich von einer ähnlichen operativen Risikostruktur auszugehen sei. Dieser Ausgangspunkt erschien der Kammer angesichts eines nach der Liberalisierung weitgehend identischen Beschaffungs- und Absatzmarktes sowie desselben regulatorischen Umfeldes als vom Grundsatz her plausibel.

Ebenso nachvollziehbar war die Wertung des Sachverständigen, dass der Umstand als positiv zu werten ist, dass [redacted] in der Lage ist, einen wesentlichen Teil des bezogenen Stroms selbst zu erzeugen (72 % bei HEW und 85 % bei der VEAG), während die Bewag lediglich 56 %

ihres Bezuges durch eine eigene Erzeugung abdecken kann. Der Sachverständige vertritt allerdings die Auffassung, dass dieser Vorteil für [redacted] zum einen durch die deutliche Abhängigkeit von der Stromerzeugung in den vier Kernkraftwerken, an denen die Gesellschaft beteiligt ist, wieder kompensiert wird. Hier bestehe ein höheres Risiko insbesondere hinsichtlich der Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung der Entsorgungskosten sowie der Frage, ob die hierfür gebildeten Rückstellungen sich von der Höhe her als ausreichend erweisen werden. Zum anderen seien die deutlich höheren Erzeugungskapazitäten der [redacted] gegenüber der stärkeren Handelslastigkeit des Geschäftsmodells der Bewag nicht uneingeschränkt als vorteilhaft zu werten. So ergäben sich hier zusätzliche Risiken etwa hinsichtlich der Auslastung der integrierten Ebenen, der Kompensation bei Ausfällen oder der Verteuerung von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten. Wenn die Antragsgegnerin hier auf die unterschiedlichen Strukturen von Bewag und [redacted] als Netzbetreiber verweise, seien aus der Tätigkeit der [redacted] als Übertragungsnetzbetreiber gegenüber der Tätigkeit der Bewag (nur) als Verteilnetzbetreiber keine strategischen Vorteile ersichtlich. Auch nach einem von der Bundesnetzagentur beauftragten Gutachten bestünden keine systematischen Unterschiede zwischen den Betafaktoren von Verteilnetzbetreibern und Übertragungsnetzbetreibern. Zudem seien die geplanten Erlöse für die Netznutzung bei beiden Bewertungseinheiten von eher untergeordneter Bedeutung.

Schließlich bestehe auch das von der Antragsgegnerin reklamierte Steuerrisiko der Bewag aus einem positiven EK 02-Bestand nicht, da Nachversteuerung der zum Stichtag vorhandenen thesaurierten steuerfreien Gewinne aus der Zeit des Anrechnungsverfahrens in Höhe von 185 Mio. EUR durch eine entsprechende Steuerung der Ausschüttungen des Unternehmens verhindert werden könne. Auch im Bewertungsmodell von [redacted] käme es diesbezüglich nicht zum Anfall von Steuern, da über die Vollausschüttung der laufenden Erträge hinaus keine weiteren Auszahlungen an die Anteilseigner vorgesehen seien. Insgesamt gesehen sei daher von einem identischen operativen Risiko von Bewag und [redacted] auszugehen. Zwar könne die von der Antragsgegnerin behauptete etwas günstigere Risikosituation der [redacted] nicht als vollkommen unplausibel abgelehnt werden, sie sei aber objektiv nicht bezifferbar. Dieser Bewertung schließt sich die Kammer an, da der Sachverständige die Argumente, welche die Antragsgegnerin zur Stützung ihrer These vorgetragen hat, dass das operative Risiko der Bewag höher einzustufen sei, im Ergebnis überzeugend widerlegt hat.

kkk) Auch der weitere Einwand der Antragsgegnerin, bei einer Betrachtung auf Konzernebene könne eine Differenzierung der Risikozuschläge zwischen Bewag und [redacted] nicht gerechtfertigt werden, erwies sich als nicht durchgreifend. Die Antragsgegnerin übersieht, dass der Festsetzung des angemessenen Umtauschverhältnis eine Betrachtung der beiden Bewertungseinheiten vor einer Verschmelzung der Bewag auf die [redacted] mit der damit verbundenen voll-

ständigen Konzernierung der wirtschaftlichen Assets der Bewag zugrunde liegt. Damit könnte nicht einfach unterstellt werden, dass sich das Verschuldungsniveau von Bewag und ... angleichen wird, weil die Antragsgegnerin etwa Konzernverbindlichkeiten zur Bewag verschieben würde. Wie der Sachverständige in seinen ergänzenden Ausführungen aus dem Juli 2015 zutreffend feststellt, entspräche eine solche Maßnahme einem klassischen „Debt Push Down“, bei dem ein übernommenes Unternehmen mit den Kosten der Übernahme belastet wird. Ein solches Vorgehen wäre nur bei Bestehen eines Beherrschungs- beziehungsweise Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zulässig und denkbar, wobei ein solcher Vertrag zwischen Bewag und ... beziehungsweise HEW vor der Verschmelzung nicht abgeschlossen worden ist. Ähnliches gilt hinsichtlich der Argumentation der Antragsgegnerin, es wäre ihr möglich gewesen, das Ergebnis der Bewag über eine aktive Steuerung der Abnahmepreise im Rahmen des Strombezuges zu steuern. Auch hier wären marktunübliche Ergebnisverschiebungen aber nur unter der Geltung eines Unternehmensvertrages mit der damit verbundenen Kompensation für die Minderheitsaktionäre möglich.

## 6. Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein so genannter Wachstumsabschlag abzusetzen.

a) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. etwa OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595). Eine Vergleichsrechnung zwischen Geldanlage und Investition in einem Unternehmen muss die unterschiedliche Ausgangslage bei der Kapitalisierung berücksichtigen. Der Abschlag vom Kapitalisierungszins hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass das Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen. Die Kapitalanlage in einem Unternehmen kann insoweit einer Geldentwertung entzogen werden, wenn und soweit dieses in der Lage ist, die durch Geldentwertung gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf die Abnehmer zu überwälzen (vgl. OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595; Riegger/Gayk, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen. In der Praxis sind Prozentsätze zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; Großfeld, a.a.O., Rz. 1061; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

b) Dabel stellt sich allerdings grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann. Nach zutreffender Ansicht kann die Geldentwertungsrate insoweit lediglich einen ersten Anhaltspunkt bieten (vgl. Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG).

c) ... hat für beide Unternehmen beziehungsweise Konzerne einen Wachstumsabschlag von 0,25 % für angemessen gehalten und dies pauschal mit einem moderaten zukünftigen Ergebniswachstum aufgrund der fortschreitenden Liberalisierung der Märkte begründet.

d) Der gerichtliche Sachverständigen ... hat sich dieser Wertung im Ergebnis angeschlossen, auch soweit die Bewertungsgutachterin für beide Bewertungseinheiten einen in der Höhe identischen Wachstumsabschlag verwendet hat. Der zuletzt genannte Punkt ist im Rahmen der Untersuchung des angemessenen Umtauschverhältnisses entscheidend, da die absolute Höhe der Wachstumsrate der Überschüsse in der ewigen Rente gegenüber der Frage, ob Bewag und ... voneinander abweichende Wachstumsaussichten besitzen, nachrangig war. Nur im zuletzt genannten Fall würde sich eine Verschiebung der Unternehmenswerte zueinander mit der Folge einer möglichen Änderung der Umtauschrelation ergeben.

e) Es war nach dem Ergebnis der Untersuchungen des Sachverständigen aber nicht ersichtlich, dass auf lange Sicht unterschiedliche Möglichkeiten der Weitergabe künftiger Erhöhungen der Erzeugungs- beziehungsweise Beschaffungskosten bestünden, so dass eine Differenzierung beim Wachstumsabschlag zwingend erforderlich wäre.

Der Sachverständige ... weist eingangs seiner zu dieser Thematik angestellten Überlegungen zutreffend darauf hin, dass die nach dem Eintritt in die ewige Rente vor allem im Rumpfkonzern der Antragsgegnerin noch anstehenden strukturellen Änderungen bereits in den Zähler des Bewertungsmodells eingeflossen sind. Aus diesem Grunde wäre es fehlerhaft, dieselben Sachverhalte – hier insbesondere die Beendigung der Nutzung der Kernenergie und die Erschöpfung der Braunkohlevorräte der LAUBAG – im Rahmen des Nenners des Bewertungskalküls erneut zu berücksichtigen. Darüber hinausgehende Umstände, welche dauerhaft unterschiedliche Wachstumserwartungen für Bewag beziehungsweise ... begründen könnten, hat der Sachverständige nicht identifizieren können. Solche waren – unter Berücksichtigung der Argumentation der Antragsteller – auch für die Kammer nicht zu erkennen.

Stand damit fest, dass der Ansatz eines einheitlichen Wachstumsabschlages nicht korrekturbedürftig ist, konnte es, wie oben bereits ausgeführt, die Höhe der Wachstumsrate im konkreten Bewertungsfall nur nachrangig ankommen. Der Sachverständige räumt zwar ein, dass die An-

nahme eines Wachstumsabschlages von lediglich 0,25 % „vorsichtig bemessen“ sei. Dieser Wertung schließt sich auch die Kammer an, da zu berücksichtigen war, dass bei der Verwendung des Bewertungsmodells nach IDW S1 2000, anders als nach Bewertungen nach dem Standard IDW S1 2005, kein zusätzliches Wachstum durch eine teilweise Thesaurierung der Gewinne entsteht. Der Sachverständige hat auf Seite 112 seines Gutachtens aber auch festgestellt, dass eine Vervielfachung des Wachstumsabschlages auf einen Wert von 1 % zu einer Änderung des Umtauschverhältnisses lediglich in der Größenordnung von 0,6 % führen würde.

Im Ergebnis hat die Höhe des Wachstumsabschlages damit nur marginale Auswirkungen auf das für die Auseinandersetzung zwischen den ehemaligen Minderheitsaktionären der Bewag und der Antragsgegnerin allein maßgebliche Umtauschverhältnis. Nähere Analysen und Betrachtungen der zukünftigen Wachstumstreiber für Bewag und konnten daher unterbleiben.

### **7. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern**

Nach allgemein anerkannter Konvention ist der Kapitalisierungszinssatz um die persönlichen Ertragsteuern zu kürzen. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. IDW S. 1 a.F. Tz. 101). Die für Unternehmensbewertungen nach IDW S1 2000 gemeinhin angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35% begegnet dabei keinen grundlegenden methodischen Einwänden (vgl. auch OLG Düsseldorf, BeckRS 2006, 07149; OLG München, NJOZ 2006, 3010, 3015).

Da der Betrag der angemessenen Barabfindung niemals ein exakter Wert sein kann, sondern im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden muss, besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

### **8. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 52 Anh. § 11 SpruchG).

Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind. Als nicht betriebsnotwendig in diesem Sinne identifizierte Vermögensgegenstände sind mit ihrem Liquidationswert gesondert zu bewerten, es sei denn, der Verbleib im Unternehmen würde sich insgesamt werterhöhend auswirken.

#### **a) Bewag AG**

aa) Von den frei veräußerlichen Vermögenswerten der aggregierten entfallen wertmäßig fast zwei Drittel auf die BEWAG, wobei es sich vom Gegenstand her um Immobilien handelt.

bb) Auf diese beziehen sich auch die Einwendungen der Antragsteller, die der Ansicht sind, dass insoweit eine nachvollziehbare Immobilienbewertung hätte erfolgen beziehungsweise dargestellt werden müssen. Diesem Einwand konnten angesichts der Oberflächlichkeit der Ausführungen in Bewertungs- nicht Prüfgutachten eine Berechtigung nicht abgesprochen werden. hat sich darauf beschränkt mitzuteilen, dass als nicht betriebsnotwendiges Vermögen der Bewag nicht näher genannte Grundstücke ermittelt worden seien, deren Liquidationswert zum 31. Januar 2003 bei Zugrundelegung eines optimalen Verwertungszeitraums bei 96,7 Mio. EUR gelegen habe. Nachvollziehbar war diese Zahl damit nicht, wobei sich aber auch die Frage stellt, ob im Rahmen der Ermittlung des Werts des neutralen Vermögens eine Dokumentation erfolgen muss, die sich an der Bewertung eines Immobilienunternehmens orientiert.

cc) Der gerichtliche Sachverständige hat zunächst das Vorgehen von erläutert und diesbezüglich keine systematischen Fehler feststellen können. So war nicht zu beanstanden, dass sich bei der Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der Bewag an der Auflistung der nicht betrieblich genutzten Liegenschaften orientiert hat, welche im Zuge der Ausgliederung des operativen Geschäfts der Bewag (alt) auf die Bewag Op. AG & Co. KG zum November 2002 erstellt worden ist. Dieser Umstand sprach für eine hinreichende Objektivität bei der Abgrenzung

des nicht betriebsnotwendigen Immobilienbestandes der Bewag, da diese nicht speziell für die Zwecke der Unternehmensbewertung erfolgt ist.

Die Verkehrswerte dieser Grundstücke wurden allerdings nicht durch externe Sachverständige ermittelt, sondern ganz überwiegend durch Mitarbeiter der Antragsgegnerin. Im Hinblick auf den Veräußerungszeitraum wurde die Annahme getroffen, dass rund 60 % des Bestandes innerhalb von 6 Jahren veräußert werden könnten und ein Verkauf des Restbestandes im siebten Jahr erfolgen werde, wobei insoweit ein Wertabschlag auf den Verkehrswert von 40 % in Ansatz gebracht wurde.

dd) Insgesamt erwies sich auch die dem Sachverständigen zur Verfügung stehende Datenbasis als eher unzureichend, da nähere Unterlagen zur durchgeführten Wertermittlung nicht vorlagen. Der Sachverständige hat daher bei seinen Plausibilitätsüberlegungen beim bilanziellen Buchwert der Grundstücke angesetzt und kommt hierbei zu dem Ergebnis, dass die kumulierten Verkehrswerte, die in die Berechnung von ... eingeflossen sind, knapp 45 Mio. EUR oberhalb des Buchwerts liegen. Den Abschlag von 40 % bei der Veräußerung der letzten Tranche hält er zwar – zu Recht – für fragwürdig, weist aber darauf hin, dass die Wertauswirkung im Rahmen der Bewertung insgesamt gesehen gering ist. Der Sachverständige weist weiter darauf hin, dass gleichfalls nicht ersichtlich sei, ob die Mieterträge für die Grundstücke in Höhe von 1,7 Mio. EUR im Zuge der unterstellten Veräußerungen sukzessive eliminiert worden seien. Auch diesbezüglich meint er allerdings, dass der Effekt im Gesamtkontext der Bewertung vernachlässigt werden könne.

ee) Bestände an liquiden Mitteln, welche den Bedarf für den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb überstiegen und daher zur freien Ausschüttung zur Verfügung standen, hat der Sachverständige für die Bewag nicht identifizieren können.

ff) Zusammenfassend lässt sich damit feststellen, dass der Sachverständige die Bewertung des neutralen Immobilienvermögens der Bewag nicht für unplausibel hält, er die einzelnen Bewertungsschritte jedoch in Ermangelung einer umfassenden Dokumentation nicht nachvollziehen konnte.

Die Kammer hält dieses Ergebnis zwar grundsätzlich für unbefriedigend, war aber vor allem angesichts der Verfahrensdauer nicht der Ansicht, dass weitere Untersuchungen zum Wert der Grundstücke der Bewag zum Bewertungsstichtag angezeigt wären. Zum einen lag der Bewertungszeitraum deutlich vor dem „Immobilienboom“, der zu einer deutlichen Wertsteigerung von Grundstücken in nahezu allen Lagen geführt hat. Zum anderen war auch an dieser Stelle der

„Trägheitseffekt“ zu berücksichtigen, nach dem - theoretische – Höherbewertungen einzelner Objekte zu einem Anteil von 86,5 % auch in den Wert der ... einfließen würden

**b) ohne Bewag**

Auch für Vattenfall bestand das nicht betriebsnotwendige Vermögen, welches im Rahmen der Bewertungsarbeiten identifiziert werden konnte, aus für den operativen Betrieb des Unternehmens nicht benötigten Immobilien. Die Verkehrswerte der bei HEW/ beziehungsweise der ELBE vorhandenen Grundstücke wurden mit einer Summe von 124,1 Mio. EUR bei einem Buchwert von kumuliert 25,3 Mio. EUR ermittelt. Aus welchem Grunde hier deutlich stärkere Wertsteigerungen gegenüber dem Buchwert als bei den Grundstücken der Bewag angenommen werden, war nicht ersichtlich.

aa) Der gerichtliche Sachverständige hat ausgeführt, dass das Vorgehen bei der Abgrenzung von betriebsnotwendigem und neutralem Vermögen wie bei der Bewag erfolgt ist. Ebenso bestand hier die Parallele, dass eine nähere Überprüfung der von ... beziehungsweise der Antragsgegnerin vorgenommenen Untersuchungen nicht möglich war, da die entsprechenden Unterlagen entweder nicht existierten oder dem Sachverständigen nicht zur Verfügung gestellt worden sind.

bb) Ebenso wenig wie die stärkere, positive Abweichung vom Buchwert war ohne Benennung und Analyse der einzelnen Grundstücke ersichtlich, vor welchem Hintergrund für die Liquidation des verkaufsfähigen Immobilienbestandes der aggregierten ... angenommen wurde, dass eine vollständige Veräußerung erfolgreich innerhalb von zwei Jahren durchgeführt werden kann, insoweit keine Abschlüge auf den Verkehrswert hinzunehmen wäre und die Verkehrswerte mit einer Rate von 1 % pro Jahr steigen.

Diese Punkte würden grundsätzlich eine nähere Überprüfung bedingen, da sie zum einen nicht hinreichend erläutert und zum anderen für sich genommen auch nicht plausibel sind. Allerdings ist der Sachverständige ... hier, analog zu seiner Bewertung der Bewag, zu dem Ergebnis gelangt, dass die Wertauswirkungen insgesamt zu vernachlässigen sind.

cc) Als wenig hilfreich erwies sich auch der Umstand, dass der Sachverständige die Bewertung des gleichfalls vorhandenen nicht betriebsnotwendigen Immobilienvermögens der VEAG nur rechnerisch nachvollziehen konnte, da insoweit jegliche Erläuterungen fehlten. Aus dem Prüfbericht ergab sich lediglich, dass es sich um stillgelegte Kraftwerksstandorte handelte, die mit dem Bodenrichtwert angesetzt worden seien. Ein derartiger Ansatz dürfte aber, je nach Aufwand für Abbruch und Entsorgung der aufstehenden Anlagen, eher als optimistisch zu bezeichnen sein, da auch negative Grundstückswerte denkbar wären.

dd) Die Berücksichtigung von Mieteinnahmen beziehungsweise deren Abschmelzen durch die Verkäufe der entsprechenden Grundstücke ließ sich mangels einer Aufgliederung der in die Bewertung eingeflossenen Beträge ebenfalls nicht nachvollziehen.

ee) Schließlich hat der Sachverständige auch für die [ ] angesichts der Verschuldung des Unternehmens zum Stichtag keine Überschussliquidität feststellen können, welche an die Aktionäre ausgeschüttet werden könnte. Dies galt auch hinsichtlich eines von der Antragsgegnerin behaupteten Wertpapierbestandes in Höhe von 4 Mrd. EUR.

Damit gilt für die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens insgesamt, dass der Detailgrad der von der Antragsgegnerin offengelegten Informationen deutlich zu wünschen übrig lässt, sich weitere Untersuchungen seitens der Kammer aber verbieten, da der mögliche Erkenntnisgewinn und die potenziellen Auswirkungen auf das Umtauschverhältnis eine weitere zeitliche Verzögerung nicht rechtfertigen können.

### **9. Grundlegende Probleme der Planungssystematik und -prämissen**

Sowohl das ursprüngliche Bewertungsmodell der Gutachterin [ ] als auch das hierauf aufsetzende Modell des gerichtlichen Sachverständigen weisen aus heutiger Sicht Schwachstellen auf, die insbesondere die für den Unternehmenswert maßgebliche Phase der ewigen Rente betreffen.

a) So stellt sich hinsichtlich der [ ] bereits die Frage, ob nach dem Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2006 tatsächlich bereits von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden kann. Zweifel hieran können sich wegen der durch politische Vorgaben gegebenen Endlichkeit der Stromerzeugung durch die Betreibergesellschaften der Kernkraftwerke sowie die Erschöpfung der Braunkohlevorräte der LAUBAG ergeben. Beide Faktoren gehen nicht nur mit der Notwendigkeit der Beschaffung von Strom aus anderen Quellen einher, sondern auch mit der Ungewissheit, ob die zum Stichtag prognostizierbaren Belastungen durch die Kosten für Entsorgung beziehungsweise Renaturierung nicht gegebenenfalls höher ausfallen werden. Hier hätte sich für die betroffenen Betriebseinheiten die Modellierung einer Konvergenzphase bis hin zu einem lediglich die Abwicklung umfassenden Beitrag in der ewigen Rente angeboten. Eine solche Vorgehensweise war allerdings zum Bewertungsstichtag noch nicht als üblich anzusehen.

b) Auch die Vollausschüttungshypothese, welche Bewertungen nach dem zum Stichtag für Wirtschaftsprüfer noch geltenden Standard IDW S1 2000 regelmäßig zugrunde gelegt wurde, erweist sich im Fall der [ ] als nicht unproblematisch. Durch die hierdurch planungstechnisch vorgegebene vollständige Ausschüttung sämtlicher Erträge kommt es auf Dauer zu keinerlei Bildung von freien Rücklagen oder Thesaurierungsbeträgen zur späteren Deckung von Schulden.



legt waren, in der alten Berechnungsweise aber noch nicht berücksichtigt waren. (vgl. BGH, NZG 2016, 139, 143).

d) Im hiesigen Verfahren existieren jedoch aus prozessualer Sicht zeitliche Restriktionen, welche eine Anwendung von IDW S1 2005 oder IDW S1 2008 auf den Bewertungsfall verhindern. So ist für den Fall, dass ein Spruchverfahren zu dem Zeitpunkt, zu dem die neue Berechnungsweise bekannt und anerkannt wird, bereits länger andauert, der Gewinn an Genauigkeit gegen den weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand abzuwägen. Die Grundlagen der Schätzung müssen im Spruchverfahren zwar methodensauber, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden (vgl. BGH, NZG 2016, 139, 144).

Angesichts der bisherigen Dauer des Verfahrens kann die gebotene Abwägung nur zu dem Ergebnis führen, dass für die gerichtliche Schätzung der Unternehmenswerte von Bewag und und daraus folgend des angemessenen Umtauschverhältnisses auf die vorliegende Datengrundlage und hier insbesondere auf das Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen nebst Ergänzungen zurückgegriffen werden muss. Eine reine Neuberechnung der Ertragswerte kommt nämlich nicht in Betracht. Diesen Umstand hat der gerichtliche Sachverständige in der Anhörung vom 8. März 2016 ausdrücklich betont und dies damit begründet, dass die hierfür erforderliche Datenbasis nicht vorhanden ist. Wie oben bereits ausgeführt, fehlte es zum Bewertungszeitpunkt an einer integrierten Planung der welche die zukünftigen Konzernstrukturen abbildete. Eine solche hätte damit erstmals erstellt werden müssen, insbesondere auch um eine interne und externe Finanzplanung des Konzernverbundes zu modellieren. Daneben hätten auch die Daten für die Anwendung eines „vollständigen“ an Stelle des vom Sachverständigen verwendeten „vereinfachten“ CAPM-Modells erhoben werden müssen. Der hiermit voraussichtlich verbundene Zeitaufwand wäre unter Berücksichtigung der Länge der bisherigen Beweisaufnahme nicht mehr zu rechtfertigen gewesen.

e) Darüber hinaus lässt sich ohne Vorliegen einer umfassenden Planung auch keine zuverlässige Prognose abgeben, in welche Richtung sich das Umtauschverhältnis bei einer umfassenden Nachsteuerbetrachtung im Sinne des IDW S1 2005/2008 entwickeln würde. Es ist mithin keinesfalls sicher, dass sich eine Neubewertung – gegen die sich gerade die Antragsgegnerin mehrfach vehement gewandt hat – zu einem Umtauschverhältnis führen würde, welches sich in dem Sinne zu ihren Gunsten auswirken würde, dass es zu keiner oder einer geringeren Festsetzung einer baren Zuzahlung käme.

f) Soweit die Antragsgegnerin bemängelt, dass der Sachverständige lediglich eine vereinfachte Variante des CAPM verwendet hat, mag diese Einwendung aus bewertungstheoretischer

Sicht valide sein. Es war aber, wie oben bereits ausgeführt, neben einer reinen Schätzung des Risikos keine Alternative zu der Vorgehensweise des Sachverständigen ersichtlich. Angesichts des Umstandes, dass der Sachverständige nach Auffassung der Kammer zu Recht davon ausgeht, dass das operative Risiko der beiden Bewertungseinheiten unter Berücksichtigung aller relevanten Faktoren als identisch anzusehen ist, verbleibt als wesentlicher struktureller Unterschied der erheblich divergierende Verschuldungsgrad. Da das vereinfachte CAPM-Modell des Sachverständigen mithin ausschließlich zur Bestimmung des Kapitalstrukturrisikos zur Anwendung gelangt ist, kann der Einwand der Antragsgegnerin nicht verfangen, dass eben dieses hierdurch überbewertet worden ist.

#### **10. Vorerwerbspreise**

Eine Verbesserung des Umtauschverhältnisses konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Bewag gezahlt hat.

a) Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbpreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-)Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195).

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen umstritten. Vor allem in der Literatur wird die Ansicht vertreten, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327?b AktG Rdnr. 16; Behnke, NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-KonzernR, § 305 Rdnr. 50). Diese Auffassung hält die Kammer nicht für zutreffend. Der Preis, den ein Marktakteur für den Erwerb einer (Kontroll-) Mehrheit an einem Unternehmen zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand von Minderheitsaktionären regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den ein Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs wäre der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte, höhere Preis nur dann erzielbar, wenn es

ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, eine solche Verkaufssituation zu unterstellen, hat ein Minderheitsaktionär aber weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch - angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit - einfachrechtlich einen Anspruch (vgl. BVerfGE NZG 1999, 931, 932 – DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 – Stollwerck).

c) Auch aus rein aktienrechtlicher Sicht sieht die Kammer für die Berücksichtigung gleichfalls keinen zwingenden Grund. Eine wertunabhängige Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen wie bei einem öffentlichen Angebot nach § 4 WpÜG-AngebotsVO sieht der Wortlaut der §§ 5 ff. UmwG nicht vor. Darüber hinaus besteht zwischen dem Preis einzelner Aktien oder auch Aktienpaketen und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens kein unmittelbarer Zusammenhang (so auch Hüfner, a.a.O., Rz. 21 zu § 305 AktG). Dies gilt auch für die zum Teil geäußerte Vermutung, dass in dem Preisaufschlag, den der Mehrheitsaktionär zu entrichten bereit ist, die von diesem vermuteten Synergien zum Ausdruck kommen.

d) Es war im konkreten Fall auch nicht ersichtlich, dass der von der Antragsgegnerin beziehungsweise HEW an Mirant gezahlte Preis für die Bewag-Anteile den „wahren Wert“ des Unternehmens eher widerspiegelt als das Ergebnis der Ertragswertbetrachtung. Die genauen Verhandlungsinhalte, welche dieser Transaktion zugrunde lagen, sind der Kammer nicht bekannt. Allerdings stand es seinerzeit im erklärten Interesse der Antragsgegnerin, die Mehrheit an der Bewag zu erlangen, um die Bildung der „Vierten Kraft“ vorantreiben zu können. Aus diesem Grunde war zu vermuten, dass der an Mirant gezahlte Kaufpreis nicht nur einen „Paketzuschlag“ enthielt, sondern zugleich einen „Lästigkeitszuschlag“, um die zuvor zwischen den Anteilseignern Mirant und HEW/geführten Auseinandersetzungen beenden zu können. Soweit von Seiten der Antragsteller geltend gemacht wird, dass sich Mirant beziehungsweise deren Muttergesellschaft im Zeitpunkt des Verkaufs in einer finanziellen Krise befunden haben, mag dies zutreffen. Es war aber nicht zu erkennen, dass es sich quasi um einen Notverkauf gehandelt hat, in dessen Rahmen die Antragsgegnerin beziehungsweise deren Muttergesellschaft Vattenfall AB in der Lage gewesen wären, den Preis zu diktieren.

## **11. Keine Heranziehung sonstiger Wertdeterminanten**

### **a) Dividenden**

Für die – auch nur näherungsweise – Bestimmung des Umtauschverhältnisses irrelevant war die vom Antragsteller zu 1) angesprochene Höhe der in der Vergangenheit gezahlten Dividenden. Abgesehen von dem Umstand, dass für die Antragsgegnerin als im Zeitpunkt der hier maßgeblichen Strukturmaßnahme noch in der Entstehung begriffenen Konzern noch überhaupt kein Ausschüttungsverhalten ermittelt werden konnte, mag die Höhe der Dividende zwar für die Investition-

sentscheidung in einem bestimmten Titel von Interesse sein, insbesondere bei einem längerfristigen Anlagehorizont. Eine Aussage über den eigentlichen Wert der Aktie oder des dahinterstehenden Unternehmens lässt sich der absoluten Höhe einer Dividendenzahlung jedoch nicht entnehmen, da diese nicht ausschließlich von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten abhängig ist, sondern in ganz erheblichem Maße auch von der individuellen Unternehmenspolitik hinsichtlich Ausschüttungen, Thesaurierungen und Investitionen abhängt.

#### **b) Liquide Mittel**

Auch die zum Bewertungsstichtag im Unternehmen vorhandene Höhe an liquiden Mitteln ist für die Bestimmung des (Ertrags-)Werts isoliert gesehen unbeachtlich, da dem Bestand an kurzfristig zur Verfügung stehenden Finanzreserven keine Hinweise auf die maßgeblichen zukünftig erzielbaren Überschüssen entnommen werden können. Liquide Mittel sind im Rahmen des Ertragswertkalküls nur bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zu berücksichtigen. Sie können ansonsten lediglich die Höhe des Liquidationswerts beeinflussen, soweit maßgeblich auf einen solchen abzustellen ist.

#### **c) Größenvergleich Berlin-Hamburg**

Der von der Antragsgegnerin angestellte „Größenvergleich Berlin/Hamburg“ war entgegen deren Auffassung nicht geeignet, das von . . . ermittelte Umtauschverhältnis zu plausibilisieren beziehungsweise die vom gerichtlichen Sachverständigen für erforderlich gehaltenen Änderungen im Bewertungskalkül vom Ergebnis her in Frage zu stellen. Die Problematik derartiger Vergleiche liegt darin, dass bei einer hinreichenden Vereinfachung der zugrunde gelegten Annahmen und einer entsprechenden Wahl wertbestimmender Parameter letztlich jedes beliebige Ergebnis erzielt beziehungsweise verteidigt werden kann.

So räumt auch der gerichtliche Sachverständige ein, dass das von der Antragsgegnerin gewählte Vorgehen nicht per se verworfen werden könne. Allerdings sei bereits die grundlegende Annahme des Vergleichs, dass im Vergleich der „Stadtwerke“ HEW und Bewag das Verhältnis der Einwohner beider Städte zueinander die maßgebliche wertbestimmende Komponente sein solle, kritisch zu betrachten. Zwar mag es sich bei der Anzahl der Kunden um einen wesentlichen Werttreiber handeln, wie die Antragsgegnerin betont. Auf der anderen Seite blendet der allein auf die Kunden abstellende Vergleich aber sämtliche Unterschiede in den Marktgegebenheiten sowie in den Kostenstrukturen beider Unternehmen aus, wie der Sachverständige zu Recht bemängelt. Dabei war es gerade die Antragsgegnerin, welche den gerichtlichen Sachverständigen wegen seiner ihrer Meinung nach unzureichenden Würdigung eben dieser Unterschiede im Rahmen seines Gutachtens kritisiert hat.

Darüber hinaus macht der Sachverständige nach Ansicht der Kammer zutreffend geltend, dass die von der Antragsgegnerin als quasi zwingend dargestellte Verknüpfung zwischen der Vermögensstruktur beider Unternehmen auf der Aktivseite und ihrer Finanzierungsstruktur auf der Passivseite ökonomisch nicht begründbar ist. Nur vor dem Hintergrund dieser nicht näher begründeten und begründbaren Prämisse gelangt die Antragsgegnerin zu dem Ergebnis, dass der Wert des sonstigen Geschäfts der negativ ist, was nicht plausibel sein könne. Auch das in der Sache nicht weitergehende Vorbringen der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 23. November 2015 war nicht geeignet, zu einer abweichenden Beurteilung zu führen.

## 12. Liquidationswert

Eine alternative Bewertung von Bewag und auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte nicht zu erfolgen, so dass eine detaillierte Ermittlung nicht notwendig war.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der sogenannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unverträglich erscheint (vgl. Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 82 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Sowohl die Bewag (bei Stand-Alone-Betrachtung) als auch sollen nach den vorliegenden Planungen profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaften ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft beider Unternehmen ersichtlich oder dargetan. Soweit die LAUBAG auf lange Sicht ihren Betrieb einstellen soll, ist dieser Umstand im Rahmen der Bestimmung des Ertragswerts des berücksichtigt worden und bedurfte daher keiner gesonderten Betrachtung unter Liquidationsgesichtspunkten.

c) Die – nach den obigen Ausführungen ausreichende – überschlägige Ermittlung des Liquidationswerts der Bewag durch den gerichtlichen Sachverständigen hat zu dem Ergebnis geführt, dass

der Buchwert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag den Ertragswert um 1,1 Mrd. EUR unterschreitet. Ohne Berücksichtigung von stillen Lasten sowie anfallenden Liquidationskosten waren nach den Erkenntnissen des Sachverständigen keine wesentlichen stillen Reserven der Bewag vorhanden, welche geeignet gewesen wäre, die Höhe des Eigenkapitals in die Nähe des Ertragswerts zu bringen.

d) Die pauschale Feststellung der Bewertungsgutachterin, dass – für – nicht davon ausgegangen werden könne, dass ein - auch nicht überschlägig ermittelter - Liquidationswert den Ertragswert erreichen könne, ist von den Antragstellern nicht angegriffen worden. Auch der Kammer lagen keine Anhaltspunkte für eine offensichtlich fehlende Plausibilität dieser Einschätzung vor.

### 13. Substanzwert

Ebenso wenig war der Substanzwert von beziehungsweise der Bewag zu ermitteln. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). Daneben handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

### 14. Börsenkurs

#### a) Börsenkursrelation als Umtauschrelation

Eine gerichtliche Festsetzung der Umtauschrelation auf der Basis der Börsenkurse von Bewag AG und kam nicht in Betracht. Zwar hatte die Kammer keine grundlegenden Bedenken gegen die Verwendung der Börsenkursrelation als alternativer Bewertungsmethode zum Ertragswertverfahren. Allerdings überwogen vorliegend die Bedenken, ob die ermittelten Börsenkurse hinreichend aussagekräftig sind, um diesen hinreichend sicher eine Markteinschätzung über den jeweiligen Fundamentalwert der Unternehmen zum 31. Januar 2003 entnehmen zu können.

aa) Eine generelle Vorzugswürdigkeit der einen oder anderen Bewertungsmethode gibt es nicht ohne weiteres. Vielmehr hat jeweils eine gesonderte Entscheidung von Fall zu Fall zu erfolgen, mit der den jeweiligen Besonderheiten Rechnung getragen werden kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2013, 21 W 40/11, Tz. 41 zitiert nach juris). Die – kostengünstigere – Orientierung der Schätzung anhand der Börsenkurse ist als denkbare Alternative zum Ertrags-

wertverfahren auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. BGH, AG 2016, 135, 139). Insbesondere kann es sachgerecht sein, in denjenigen Fällen, in denen aus Kostengründen ein tragfähiges Bewertungsgutachten nicht eingeholt werden kann, auf den Börsenwert zurückzugreifen (vgl. OLG Frankfurt, AG 2016, 667, 670)

bb) Entsprechend begegnet es auch von Verfassungswegen keinen Bedenken, wenn sich ein Fachgericht im Spruchverfahren mit sorgfältiger und ausführlicher, den Streit zur „richtigen“ Bewertungsmethode reflektierender Begründung für eine Bewertung beider Rechtsträger anhand des Börsenwerts entscheidet, ohne sich dabei den Blick dafür zu verstellen, dass die Frage nach der vorzuziehenden Methode grundsätzlich von den jeweiligen Umständen des Falls abhängt. Ein solches Vorgehen ist im Lichte des Art. 14 Abs. 1 GG nicht zu beanstanden (vgl. BVerfG, NJW 2011, 2497, 2498).

cc) Die Heranziehung der Börsenkurse der an einer Verschmelzung beteiligten Gesellschaften mag aus Sicht der Kammer dann als Maßstab für die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses dienen, wenn die Aktien beider Unternehmen breit an der Börse gehandelt werden. In diesem Fall gilt die Vermutung, dass der Börsenkurs auch den tatsächlichen Wert der Aktie aus Sicht des Marktes widerspiegelt. Angesichts der nur geringen Liquidität der Aktie der [redacted] beziehungsweise der [redacted] im Zeitraum bis zum Stichtag war die Kammer nicht der Auffassung, dass der beobachtete Aktienkurs geeignet war, als Fundamentalwert der einzelnen Anteile des Unternehmens herangezogen zu werden.

aaa) In diesem Zusammenhang war den Antragstellern darin zuzustimmen, dass nicht allein auf den Umstand abgestellt werden konnte, dass sich zum Stichtag lediglich 1,02 % der [redacted] Aktien im Free Float befanden und damit potenziell dem Börsenhandel zur Verfügung standen. Nach der ständigen Rechtsprechung der Obergerichte kann ein Free Float von weniger als 5 % der Anteile zwar ein Hinweis auf eine Marktenge sein, wie sich auch aus der Vorschrift des § 5 WpÜG entnehmen lässt. Allerdings bedarf es stets einer Untersuchung des Einzelfalls. Insofern kann auch nicht allein auf die absolute Zahl der handelbaren Aktien abgestellt werden, wobei sich, worauf die Antragsteller hinweisen, immerhin 409.244 Aktien der [redacted] im Streubesitz befunden haben.

bbb) Die Antragstellerin hat zur Frage der Liquidität der Aktie der [redacted] beziehungsweise [redacted] im Rahmen dieses Verfahrens ein Privatgutachten der [redacted] (im Folgenden kurz [redacted] genannt) eingeholt, welches Transaktionen mit dem Papier im Zeitraum vom 1. Januar 2000 bis zum 31. Januar 2003 näher analysiert hat. Da keine allgemein anerkannten Kriterien und Schwellenwerte existieren, unter der Zuhilfenahme beziehungsweise bei deren Un-

terschreitung eine bestimmte Aktie als liquide oder illiquide anzusehen ist, hat eine Anzahl von insgesamt sieben Parametern betrachtet, von denen sie fünf für „gut geeignet“ und die weiteren zwei für lediglich „bedingt geeignet“ hält, um Aussagen über die Liquidität zu treffen. Im Gegensatz zu hält die Kammer jedoch auch das absolute Transaktionsvolumen einer nicht im DAX notierten Aktie für nicht unbedingt aussagekräftig, da naturgemäß die Aktien von DAX-Unternehmen deutlich stärker gehandelt werden als Nebenwerte.

ccc) Wesentlich relevanter war dagegen die von betrachtete Transaktionsfrequenz und hier insbesondere die Feststellung, dass im Beobachtungszeitraum – je nach Börse - an 40 % bis 60 % der Handelstage keine Transaktionen mit der Aktie der Antragsgegnerin zu verzeichnen waren. Weitere Indizien für einen lediglich sporadischen Handel lieferte der von weiter beobachtete Umstand, dass an den Parkettbörsen ein erheblicher Anteil von Kursfeststellungen der Aktie der HEW AG beziehungsweise ohne Umsatz erfolgt ist. Insgesamt fand nach den Erkenntnissen von im Zeitraum von Anfang 2000 bis zum 31. Januar 2003 ein Handel nur mit einem so geringen Anteil des Free Float statt, dass ein einmaliger Umschlag dieses Aktienpools ungefähr 13 Jahre gedauert hätte. Die Antragsgegnerin hat weiter ausgeführt, dass auch 2002, mithin im Jahr vor der Fassung des Verschmelzungsbeschlusses, lediglich 0,34 % des Free Float umgesetzt worden sind.

ddd) Die Antragsteller haben die Richtigkeit dieser Rohdaten nicht substantiiert in Zweifel ziehen können, sodass die Kammer sie ihrer Entscheidung zugrunde gelegt hat. Im Ergebnis war danach höchst zweifelhaft, ob der durchschnittliche Aktienkurs der nur sporadisch gehandelten Aktie der Antragsgegnerin geeignet war, einen hinreichenden Indikator für deren tatsächlichen inneren Wert zu bilden.

dd) Damit konnte auch das Umtauschverhältnis nicht aus den Börsenkursen von Bewag und HEW/ hergeleitet werden, da diesem nicht die Vermutung innegewohnt hätte, dass es angemessen wäre. Auf die von der Antragsgegnerin intensiv diskutierte Frage, ob der Kurs der Bewag-Aktie gleichfalls nicht herangezogen werden kann, da dieser spekulationsbedingten Verzerrungen unterlegen habe, konnte es in diesem Zusammenhang nicht mehr ankommen.

#### **b) Börsenkurs der Bewag als Wertuntergrenze**

Von der Frage der Bestimmung des Umtauschverhältnisses auf der Grundlage von vorliegenden Börsenkursen zu unterscheiden ist die Maßgeblichkeit eines existierenden Börsenkurses als verfassungsrechtlich garantierte Untergrenze, der auch bei einer Verschmelzung im Rahmen der Abfindung durch Aktien Berücksichtigung findet (BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566 – juris Rz. 56). Hierfür ist weiterhin auf den Börsenkurs im Referenzzeit-

raum abzustellen, es sei denn, er spiegelt ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie wider (BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94; BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566 – juris Rz. 66; v. 20.12.2010 – 1 BvR 2323/07, NZG 2011, 235 = AG 2011, 128 – juris Rz. 9). Denn maßgeblich ist die bestehende Möglichkeit des Minderheitsaktionärs, seine Aktien zu einem beobachtbaren Durchschnittskurs veräußern zu können.

aa) Bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, die mit dem Verlust des Aktieneigentums verbunden sind, muss die gesetzlich zu gewährende Abfindung so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben.

bb) Allerdings ist insoweit bereits fraglich, ob die Börsenkursrechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, die anhand des Abschlusses eines Unternehmensvertrages entwickelt wurde, überhaupt auf Verschmelzungen Anwendung findet (vgl. BVerfG, NJW 2007, 3266, 3267 m. w. Nachw.). Eine mangelnde Übertragbarkeit ergibt sich zwar vorliegend nicht bereits aus einem fehlenden Konzernkonflikt im Fall einer Verschmelzung voneinander unabhängiger Gesellschaften (vgl. dazu OLG Stuttgart, AG 2006, 421; BayObLG, BB 2003, 275, 277 ff.). Aufgrund der Besitzverhältnisse an der Bewag konnte von deren Unabhängigkeit von der Antragsgegnerin rein faktisch nämlich nicht ausgegangen werden.

cc) Aus der aktuelleren Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts dürfte sich aber der Schluss ziehen lassen, dass bei jeglicher Strukturmaßnahme der Grundsatz, dass der Börsenwert des übertragenden Rechtsträgers die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung bildet, nicht in Frage gestellt werden darf (vgl. BVerfG, NJW 2011, 2497, 2498).

dd) Vorliegend wäre die Anwendung des Börsenkurses als Untergrenze des Wertes der Bewag aber aus dem Grunde problematisch gewesen, dass es für die ehemaligen Minderheitsaktionäre der Bewag nicht nur um eine Desinvestition, sondern um eine zeitgleiche Investition in Aktien der Antragsgegnerin ging. Bei der Verschmelzung von zwei Aktiengesellschaften stellt sich nach Auffassung der Kammer nämlich die Frage, ob die Titel beider beteiligten Unternehmen im Börsenhandel auf Angebots- und Nachfrageseite so hinreichend liquide waren, dass einem betroffenen Aktionär ohne Weiteres ein freier Umtausch zu den jeweiligen Grenzwerten möglich gewesen wäre. Dies dürfte angesichts des nur geringen Handels mit Aktien der Antragsgegnerin vorliegend äußerst fraglich gewesen sein.

ee) Letztlich musste diese Frage hier jedoch nicht entschieden werden, da der vom Sachverständigen ermittelte Ertragswert der Bewag auch nach der von der Kammer in der Sache für zutreffend gehaltenen „zweiten Alternativrechnung“ aus der ergänzenden Stellungnahme vom 11. Mai 2016 mit 16,34 EUR je Stückaktie oberhalb der im maßgeblichen Zeitraum zu beobachtenden Börsenkurs lag.

ff) Eine Feststellung des durchschnittlichen Börsenkurses in einen Zeitraum von drei Monaten endend mit der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, den der BGH für maßgeblich hält (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. –STOLLWERCK), ist bislang nicht ausdrücklich erfolgt. Die von der Antragsgegnerin beauftragte hat anlässlich ihrer Analyse der Börsenkursentwicklung der Bewag in den Jahren 2000 bis 2003 lediglich den Tageskurs vor der Mitteilung des voraussichtlichen Umtauschverhältnisses am 27. November 2002 mitgeteilt, der bei 15,10 EUR lag. Eine weitere Ausermittlung seitens der Kammer war jedoch nicht notwendig, da auch unter Berücksichtigung des Vortrags der Antragsteller und aller den Akten zu entnehmenden Informationen nicht ersichtlich ist, dass der durchschnittliche Kurs im Referenzzeitraum höher gelegen haben könnte.

### **C. Kosten und Geschäftswert**

1. Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des § 15 Abs. 2 Satz 1 a.F. SpruchG, wonach ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

2. Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003 Nr., 30331282). Ein solcher Fall lag hier angesichts der Begründetheit der Anträge aber nicht vor.

3. Es entsprach angesichts der mit diesem Verfahren erzielten deutlichen Verbesserung der von der Antragsgegnerin zu zahlenden Kompensation der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin auch die notwendigen außergerichtlichen Auslagen der Antragsteller zu tragen hat (§ 15 Abs. 4 SpruchG, § 13 a FGG).

4. Im aktienrechtlichen Spruchverfahren ist der Geschäftswert von Amts wegen nach den Vorschriften der Kostenordnung festzusetzen, soweit das SpruchG keine eigenständigen Regelungen enthält, § 15 Abs. 1 Satz 1 und 4 SpruchG. Danach ist als Geschäftswert der Betrag anzunehmen, der von allein in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann, wobei § 15 Abs. 1 Satz 2 einen Mindestwert sowie eine Obergrenze enthält.

5. Diese Berechnung führte vorliegend bei dem Betrag einer baren Zuzahlung von 2,30 € je Aktie und einem Volumen von 23.475.200 außenstehenden Aktien der Bewag AG im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses vom 31. Januar 2003 zu einem Geschäftswert von 53.992.960,00 €. Dieser wurde durch die Regelung des § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. auf einen Betrag von 7,5 Millionen EUR begrenzt.

#### Rechtsmittelbelehrung

Gegen den anliegenden Beschluss ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Diese ist innerhalb einer Frist von zwei Wochen ab Zustellung entweder bei dem Landgericht Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin oder dem Kammergericht Berlin, Elbholzstraße 30-32, 10781 Berlin, einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung eines von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Schriftsatzes eingelegt werden.

End. 20.06.17 CSF

Für die Richtigkeit der Abschrift  
Berlin, den 31.03.2017



Justizbeschäftigte

Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt - ohne Unterschrift gültig.