- Ausfertigung -

Geschäftsnummer:
24 AktE 10/03

16. September 2013

Landgericht Mannheim

4. Kammer für Handelssachen

Beschluss

In Sachen

gegen

- Antragsgegnerinnen -
Prozessbevollmächtigte zu 1 und 2:

Beteiligte:

Prozessbevollmächtigte:

wegen gerichtlicher Bestimmung der angemessenen Barabfindung gem. §§ 327 I, 2 306 AktG

1. Die angemessene Barabfindung, welche die Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären der für die Übertragung der Aktien schuldet, wird auf 434,61 € pro Aktie festgesetzt.
2. Die Antragsgegnerinnen tragen die Kosten des Verfahrens und die notwendigen Auslagen der Antragsteller.
3. Der Geschäftswert wird auf 6.231.811,30 € festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsteller verlangen als ausgeschlossene Minderheitsaktionäre der (nachfolgend auch: die Gesellschaft) die gerichtliche Neufestsetzung der angemessenen Barabfindung, welche die Antragsgegnerin Ziffer 2 als Hauptaktionär schuldet.

Die Gesellschaft wurde im Jahre 1894 unter der Firma (nachfolgend auch:) als Aktiengesellschaft mit Sitz in Rheinfelden/Baden gegründet. Satzungsgemäßer Gegenstand des Unternehmens ist insbesondere „die Ausnutzung der bei Rheinfelden und Whylen verfügbaren Rheinwasserkraft sowie allgemein die Elektrizitätserzeugung und Elektrizitätsverteilung". Ergänzend wird auf den Auszug aus dem Handelsregister des Amtsgerichts Lörrach - HRB 434 - verwiesen (Bl. 16-31 d. A.). Die Gesellschaft betreibt zwei Rheinwasserkraftwerke in Rheinfelden und in Whylen. Das Wasserkraftwerk Whylen wurde 1994 völlig modernisiert. Für den Zeitraum 2003 - 2018 ist ein Neubau des Kraftwerks Rheinfelden geplant. Als regionaler Stromversorger besitzt die Gesellschaft in Südbaden ein eigenes Netzgebiet.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt seit Mai 2002 € 49.162.759,54. Es ist in € 1.923.080,00 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Aktien der Gesellschaft waren zum Handel im amtlichen Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Berliner Wertpapierbörse sowie an der SWX Swiss Exchange notiert.

Seit September 1998 bestehen auf der Grundlage eines Kooperationsvertrages mit der (nachfolgend auch:) Betriebsführungsverträge. ist eine Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, die im Handelsregister des Kantons Aargau eingetragen ist. Sie firmiert seit 16.04.2003 unter (Antragsgegnerin Ziffer 2). Auch betreibt Stromerzeugung aus Wasserkraft.

Bis in das Jahr 2002 waren - die jetzigen Antragsgegnerinnen - Schwestergesellschaften innerhalb der sogenannten WATT-Gruppe. Die WATT-AG/Zürich hielt 69% der Anteile an und 76,6% der Anteile an . Im Mai 2002 erwarb das gesamte Beteiligungspaket der WATT-AG an . Im August 2002 veräußerte die

WATT-AG ihre Mehrheitsbeteiligung an der (Antragsgegnerin Ziffer 2) an die EnBW-AG. Diese Entwicklung wird in einem Schaubild dargestellt, das als Anlage 18 dem Hauptgutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen beigefügt ist; hierauf wird ergänzend verwiesen (nachfolgend: GU Anl 18).

Im Sommer 2002 machte den außenstehenden Aktionären der das öffentliche Angebot, deren Aktien zum Preis von 305,00 € zzgl. einer Option zum Erwerb einer Inhaberaktie der zu erwerben. Den Angebotsprospekt haben die Antragsgegnerinnen mit Schriftsatz vom 27.06.2003 als AG 1 vorgelegt (Bl. 71); hierauf wird Bezug genommen. Auf diesem Wege hat Aktien der im Umfange von 97,39% des Grundkapitals erworben. 50.212 Aktien blieben im Besitz von Minderheitsaktionären.

Am 31. Oktober 2002 erfolgte die Einladung der Aktionäre der (Antragsgegnerin Ziffer 1) zu einer außerordentlichen Hauptversammlung am 10. Dezember 2002. Wichtigster Punkt der Tagesordnung war der Beschlussantrag, die Inhaber-Stückaktien der Minderheitsaktionäre der gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 300,00 € pro Stückaktie auf den Hauptaktionär zu übertragen (AG 3). Der Bericht des Hauptaktionärs vom 30. Oktober 2002 über die Angemessenheit der Barabfindung wurde mit der Antragserwiderung vorgelegt (nachfolgend: AG 4). Dort erläutert den Abfindungsbetrag auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung durch die (nachfolgend auch:). hat den Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode per 10. Dezember 2002 mit 571,2 Mio. Euro ermittelt; dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie von 297,05 € (AG 4 Seite 70).

Gemäß Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Mannheim vom 20.09.2002 war die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft/Steuerberatungsgesellschaft (nachfolgend auch:) gemäß §§ 327c, 293c AktG als gerichtlicher Prüfer bestellt worden. Durch Prüfungsbericht vom 30.10.2002 hat die festgelegte Barabfindung als angemessen bestätigt.

In der Hauptversammlung der (Antragsgegnerin Ziffer 1) vom 10. Dezember 2002 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin Ziffer 2 gegen Gewährung einer Barabfindung von 300,00 € je Inhaber-Stückaktie der beschlossen.

Nachdem mehrere Aktionäre in der Hauptversammlung Widerspruch zu Protokoll des Notars erklärt und sodann Anfechtungsklage erhoben hatten, schlossen die Antragsgegnerin Ziffer 1, die Antragsgegnerin Ziffer 2 als Hauptaktionär und mehrere Minderheitsaktionäre am 09. Januar 2003 einen Vertrag zugunsten aller Minderheitsaktionäre, die im Zeitpunkt der Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses vorhanden sind. Darin verpflichtet sich der Hauptaktionär insbesondere zur Erhöhung der Barabfindung auf 310,50 € je Stückaktie, um die Durchführung von Klageverfahren gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung der Antragsgegnerin Ziffer 1 vom 10. Dezember 2002 zu vermeiden. Die detaillierte Ausgleichsregelung soll den außenstehenden Aktionären eine Kompensation bieten, welche den Bedingungen des Erwerbsangebots vom Sommer 2002 entspricht. Ergänzend wird auf die Kopie der Bekanntmachung in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 21. Januar 2003 (Bl. 3) verwiesen.

Am 16. Januar 2003 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin Ziffer 2 und zugleich die Änderung der Firma von in im Handelsregister des Amtsgerichts Lörrach eingetragen (Bl. 31). Dies wurde u. a. am 21. Januar 2003 in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung bekanntgemacht (Bl. 4).

In der Zeit zwischen dem 23.01.2003 (Bl. 1) und dem 30.05.2003 (Bl. 1 des Aktenhefts 24 AktE 35/03) haben ausgeschlossene Minderheitsaktionäre der beim Landgericht Mannheim Anträge auf gerichtliche Bestellung der angemessenen Barabfindung gestellt. Die ersten Anträge wurden gemäß Verfügung des Vorsitzenden vom 11.03.2003 (Bl. 42 d. A.) am 20.03.2003 im elektronischen Bundesanzeiger (Bl. 54) und gemäß Verfügung vom 26.03.2003 (Bl. 51 d. A.) Anfang April 2003 in der Ausgabe 68/2003 des Schweizerischen Handelsamtsblatts (Bl. 60, 60R) unter Hinweis auf die Möglichkeit der Beteiligung am Verfahren als sogenannter Anschlussantragsteller (§§ 306 Abs. 3 S. 2, 327f Abs. 2 S. 3 AktG a. F.) bekanntgemacht.

Mit Beschluss vom 02.07.2003 wurden 16 Antragsverfahren verbunden (Bl. 100-107).

Mit Beschluss vom 13.08.2003 wurde Rechtsanwalt zum gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre bestellt; zugleich wurde ein wei-

teres Antragsverfahren hinzu verbunden (Bl. 134 - 135a). Die Bestellung des gemeinsamen Vertreters wurde am 26.08.2003 im elektronischen Bundesanzeiger (Bl. 144 d. A.) und am 28.08.2003 im Schweizerischen Handelsamtsblatt bekanntgemacht (Bl. 146).

Durch Beschluss vom 30.12.2003 wurde das Verfahren des Antragstellers Ziffer 19 hinzu verbunden (Bl. 156).

Die Antragsteller haben insbesondere vorgetragen:

Die Unternehmensplanung stelle mit Wachstumsraten von lediglich 1% die geschäftlichen Aussichten der Gesellschaft zu pessimistisch dar. Aufgrund der Stilllegung von Kernkraftwerken und sonstigen älteren Kraftwerken werde sich die umweltfreundliche Wasserenergie künftig als besonders rentabel herausstellen (gemeinsamer Vertreter: Bl. 168 d. A.). Die prognostizierte Leistung im eigenen Versorgungsgebiet müsse jedenfalls ab 2005 um 5% angehoben werden (Antragstellerin).

Die ungewöhnliche Planungsphase I von 37 Jahren diene dazu, die für die Minderheitsaktionäre nicht nachvollziehbaren Kosten für den Neubau des Kraftwerks Rheinfelden zumindest teilweise auf diese abzuwälzen (Antragstellerin Bl. 35).

Diese Planung sei auch sachlich angreifbar. Die Gesellschaft schreibe die geplante Stauwehr auf 40 Jahre ab, die letzte Stauwehr sei 120 Jahre in Betrieb gewesen (Antragsteller).

Der Wert der Beteiligungsgesellschaften (gemeinsamer Vertreter: Bl. 167) sowie des Immobilienbesitzes (Antragstellerin : Bl. 37 d. A.) sei nicht nachvollziehbar dargestellt.

Da Teile des Vermögens der Gesellschaft in der Schweiz sind, erscheine es zweifelhaft, dass die prognostizierten Erträge steuerlich zutreffend behandelt worden sind (Antragstellerin). Die Steuerbelastung gemäß dem Aargauer Abkommen liege deutlich unter der typisierten Steuerbelastung von 35% gemäß IDW S 1 (Antragsteller Bl. 209).

Ein Kapitalisierungszinssatz von 9,5% vorpersönlichen Ertragssteuern sei unangemessen (gemeinsamer Vertreter: Bl. 167 d. A.).

Der Basiszinssatz von 6% sei überhöht, der Risikozuschlag von 3,15% erscheine im Hinblick auf den Betafaktor der Vergleichsgruppe von 0,48 geradezu willkürlich (Antragstellerin : Bl. 36). Da das Unternehmen praktisch kein Absatzrisiko trage, sei allenfalls ein Risikozuschlag von 0,5% gerechtfertigt (Antragstellerin). Da jedoch die Unternehmensrisiken bereits in der Prognose der künftigen Erträge berücksichtigt sind, bewirke ein Risikozuschlag eine doppelte Berücksichtigung der Risiken zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre (gemeinsamer Vertreter: Bl. 167 d. A.).

Mit dem unternehmensspezifischen Sonderrisikofaktor betrete die Hauptaktionärin ohnehin bewertungstechnisches Neuland (Antragstellerin : Bl. 36).

Die für die ewige Rente unterstellte Wachstumsrate sei zu gering; sie müsse mit einem Abschlag von mindestens 2% bemessen werden (Antragsteller).

Die Antragsgegnerinnen verteidigen die durch das erarbeitete und von bestätigte Unternehmensbewertung. Auf den Schriftsatz vom 27. Juni 2003 wird Bezug genommen (Bl. 69 - 98).

Durch Beschluss vom 22. April 2004 hat die Kammer die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens angeordnet und den Wirtschaftsprüfer und Steuerberater Herrn zum Sachverständigen bestellt (Bl. 176 - 180 d. A.). Mit Beschluss vom 11. Juni 2004 wurde der Beweisbeschluss ergänzt und ein Stundensatz von 160,00 € (netto) festgesetzt (Bl. 255 - 258; Bl. 198, 218; 280).

Mit Verfügung vom 15.06.2004 wurden die Verfahrensakten dem gerichtlich bestellten Sachverständigen zugeleitet (Bl. 259, 260). Dieser hat nach Studium der Akten am 14.06.2005 (Bl. 286) die Vorlage weiterer Prüfungsunterlagen angefordert und deutliche Zusatzkosten angemeldet (Bl. 288 - 290, 295). Aufgrund einer Anfrage des Vorstands der Antragsgegnerinnen hat das Gericht mit Schreiben vom 16. Februar 2006 (Bl. 308) an die Fertigstellung des Gutachtens erinnert. Mit Antwortbrief vom 18.04.2006 (Bl. 310) teilte der Sachverständige dem Gericht mit, die am 14. Juni 2005 angeforderten Unter-

lagen seien ihm noch immer nicht zur Verfügung gestellt worden. Mit gerichtlichem Schreiben vom 20.04.2006 wurde bei der Antragsgegnerin die Übersendung der für September 2005 (!) zugesagten Prüfunterlagen an den Sachverständigen angemahnt. Das Gericht merkte dabei an, derart zögerliches Verhalten werde typischerweise auf staatliche Strukturen zurückgeführt, wenn es bei Gericht zu beobachten wäre (Bl. 311). Am gleichen Tage teilte der Sachverständige dem Gericht telefonisch mit, der Leiter der Rechtsabteilung der Antragsgegnerin, Herr , habe unter Hinweis auf unterschiedliche Auffassungen zur Reichweite des Beweisthemas (Bl. 304 - 307) die Herausgabe weiterer Unterlagen sogar verweigert (Bl. 313).

Mit Brief vom 15. Mai 2006 (Bl. 316) erklärte , „die seitens des gerichtlich bestellten Gutachters mit Brief vom 14.06.2005 angeforderten zahlreichen Unterlagen zu erstellen bzw. zusammenzutragen, würde außerordentlich viel Arbeit verursachen...(man habe) ... diese daher nicht zusammengestellt, nachdem das Gericht dem Sachverständigen mit Schreiben vom 08.09.2005 aufgefordert hat, zunächst die ersten beiden Ziffern IV a und IV b des Beweisbeschlusses abzuarbeiten". Der Sachverständige habe auf telefonischem Wege eine Überprüfung seiner Frageliste versprochen.

Mit Verfügung vom 17. Mai 2006 wurde der Antragsgegnerin der nachfolgende Hinweis erteilt:

> „Das Gericht erwartet, dass die Anforderungen des Herrn Sachverständigen umgehend erledigt werden. Für Diskussionen, ob die Suche nach Unterlagen Arbeit verursacht, besteht hier kein Verständnis. Es darf an § 444 ZPO erinnert werden; auch nachlässige Beweisvereitelung kann zu einer Umkehr der Beweislast führen.
> Überdies darf daran erinnert werden, dass das Gericht den Umfang der Tätigkeit des Sachverständigen vorgibt (§ 404 a ZPO)."

Mit Schreiben vom 23. Mai 2006 (Bl. 319) teilte der Sachverständige dem Gericht mit, auf Unternehmensseite liege wohl ein Missverständnis vor. Sein Mitarbeiter habe seinerzeit lediglich erklärt, man wolle sich nach Rücksprache mit dem Landgericht noch einmal melden. Nach dem gerichtlichen Hinweis vom 20.04.2006 (Bl. 312) habe man eine weitere Kontaktaufnahme als entbehrlich angesehen, zumal die Liste der Unterlagen im berufsüblichen Umfang für eine derartige Gutachtertätigkeit liege. Sie stehe auch in keinerlei Zusammenhang mit einer vollständig neuen Unternehmensbewertung, die nach dem Beweisbeschluss zumindest derzeit nicht veranlasst sei.

Aufgrund dessen wurde den Antragsgegnerinnen mit Verfügung vom 29. Mai 2006 eine Frist von drei Wochen gesetzt, um dem Sachverständigen die notwendigen Unterlagen zu übermitteln (Bl. 321 d. A.).

Mit Brief vom 13.06.2006 teilte der Kammer folgendes mit:

> „Wir haben die , die ihrerseits in unserem Auftrage die Bewertung vorgenommen hat, gebeten, die Frageliste zu prüfen und abzuklären, welche Fragen aus der umfangreichen Frageliste von dort beantwortet werden können (müssen). Anbei übersenden wir nun das Schreiben der , das erst auf unsere Nachfrage bereits jetzt geschrieben wurde, da der eigentliche Sachbearbeiter in Urlaub ist. Darin wird uns mitgeteilt, dass mit einer Bearbeitungszeit von vier Wochen zu rechnen ist, von Mittwoch, dem 14. Juni 2006 an gerechnet.
>
> Desweiteren bitten wir zu berücksichtigen, dass bei uns der damalige (2002) Leiter Finanzen im Herbst letzten Jahres ausgeschieden ist“ (Bl. 322 d. A.).

Mit Verfügung vom 14.06.2006 teilte die Kammer den Antragsgegnerinnen mit was folgt:

> „Das Gericht besteht auf unverzüglicher Unterrichtung des Herrn Sachverständigen gemäß dessen exakt 12 - in Worten: zwölf - Monate alter Anforderung vom 14.06.2005. Auf § 444 ZPO wird erneut hingewiesen.
> Das dortige Verhalten wirkt befremdend.“ (Bl. 324 d. A.).

Mit Postsendung vom 02. August 2006 übermittelte dem gerichtlich bestellten Sachverständigen einen Schnellhefter und 14 Leitz-Ordner Unterlagen zur Erledigung seiner Anforderung vom 14. Juni 2005 (Bl. 330).

Auf die Sachstandsanfrage vom 17. Dezember 2007 teilte der gerichtlich bestellte Sachverständige mit, er habe im Verlaufe des Jahres 2007 die bereits vorgelegten Unterlagen auswerten können und mit den Arbeiten am Gutachten begonnen. Wie auch bei vergleichbaren Gutachten beabsichtige er, noch einen Termin bei der Antragsgegnerin vor Ort zu vereinbaren. Im Rahmen dieses Termins seien noch bestehende offene Fragen zu klären und gegebenenfalls weitere Unterlagen einzusehen. Die Fertigstellung des Gutachtens wurde für das Jahr 2008 in Aussicht gestellt (Bl. 332 d. A.).

Auf weitere Anfrage vom 20.08.2008 stellte der Sachverständige am 15.09.2008 eine Fertigstellung des Gutachtens für das Frühjahr 2009 in Aussicht (Bl. 334 d. A.).

Mit Schreiben vom 06.07.2009 fragte die Kammer an, bis wann die seit nunmehr fünf Jahren andauernde Begutachtung abgeschlossen werden könne (Bl. 342 d. A.).
Am 22.07.2009 verwies der Sachverständige auf weitere klärungsbedürftige Punkte, kündigte aber eine Fertigstellung noch im Jahre 2009 an (Bl. 343 d. A.). Die offenen Fragenkomplexe, insbesondere zur Thematik des Kraftwerkneubaus Rheinfelden und der Veräußerung der Beteiligung an der WATT-Deutschland GmbH sprach der Sachverständige in einem Brief vom 04.08.2009 gegenüber der Antragsgegnerin Ziffer 2 an (Bl. 348 - 354).

Mit Schreiben vom 12.01.2010 teilte der Sachverständige mit, habe den langfristig anberaumten Besprechungstermin 10. Dezember 2009 kurzfristig abgesagt (Bl. 357 d. A.). Mit gerichtlicher Verfügung vom 13.01.2010 wurde auf Folgendes hingewiesen:

> „das Spruchverfahren u.a. - ist nunmehr seit 7 Jahren anhängig. Einer Nachricht des Herrn Sachverständigen entnehme ich, dass für den Dezember 2009 eine „erste Fragerunde" in Ihrem Hause, u.a. mit Herrn vereinbart war. Dieser langfristig anberaumte Termin wurde von Ihrer Seite anscheinend kurzfristig abgesagt. Mit E-Mail vom 12.01.2010 musste der gerichtlich bestellte Sachverständige an den zugesagten Terminsvorschlag erinnern.
> Ich darf mit Nachdruck an die prozessuale Mitwirkungspflicht der Beteiligten erinnern; ebenso an die zu § 444 ZPO entwickelten Grundsätze der höchstrichterlichen Rechtsprechung.
> Ich bitte um kurzfristige Nachricht, wann dem gerichtlich bestellten Sachverständigen die von ihm erbetenen Zusatzinformationen erteilt werden" (Bl. 358 d. A.).

begründete die Absage der ersten Fragerunde mit „Termingründen" (Bl. 360 d. A.).

Auf die Sachstandsanfragen vom 02.08.2010 (Bl. 363 d. A.) und 26.10.2010 (Bl. 366 d. A.) berichtete der Sachverständige von einer „zweiten Frage- und Unterlagenliste", über die mit am 14.01.2011 gesprochen werden solle (Bl. 367 - 371 d. A.).

Am 25.01.2011 berichtete der Sachverständige über seinen Besuch bei am Vortage wie folgt:

> „Vor Ort erläuterten uns die Herren , dass sie unsere Fragen bezüglich des Bewertungsmodells (BM) nur schriftlich aufnehmen könnten und dann an das zuschicken und diese dann schriftlich antworten würden.

> Auf meine Nachfrage, ob das BM und dessen Exel-Dateien nicht im Hause der vorliegen, wurde dieses verneint. Den Herren lag das BM nur - wie uns auch - in Papierform vor. Nach dieser Erkenntnis, dass die überwiegende Zahl an Fragen sowieso nur im Schriftverkehr beantwortet werden können, war die Fortsetzung des Vor-Ort-Termins hinfällig. Gerade der direkte Dialog und die Möglichkeit Nachfragen stellen zu können - mit dem Ziel einer deutlichen Beschleunigung der Fertigstellung des Gutachtens - waren somit nicht gegeben.
>
> ...
> Nach meiner Rückkehr aus Laufenburg erhielt ich eine E-Mail von Herrn mit der Einladung zu einem gemeinsamen Termin in Zürich beim (vgl. Anlage). Ihr Einverständnis vorausgesetzt, begrüße ich diesen Termin, bei dem wir auch Einblick in das BM erhalten sollen. Grundvoraussetzung wäre für mich jedoch - aufgrund der bisherigen Erfahrungen - dass meine Fragen zu Neu-Rheinfelden vom 12.01.2011 und die Fragen, die in den nächsten Tagen versendet werden, mindestens 15 Arbeitstage vor dem Termin in Zürich schriftlich beantwortet werden" (Bl. 386 - 390).

Mit Schreiben vom 26.01.2011 brachte das Gericht seine Verwunderung über die geschilderten Kommunikationsprobleme zum Ausdruck. Es gehe „schwerlich an, dass eines Tages der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte feststellt, die Gerichtsverfahren in Deutschland dauerten zu lange, hier liege wohl ein strukturelles Defizit vor, während sich eine Begutachtung in unverständlich langsamer Weise gestalte. Gegenüber staatlichen Behörden würde man in Fällen dieser Art den Vorwurf unangemessen bürokratischen Verhaltens erheben" (Bl. 394 d. A.). Mit Verfügung vom 26.01.2011 wurde erneut auf die prozessualen Mitwirkungspflichten hingewiesen; dort ist zu Händen des Vorstands ausgeführt was folgt:

> „in einem seit dem Jahr 2003 beim Landgericht Mannheim anhängigen Spruchverfahren gegen die verdichtet sich der Eindruck, dass die Begutachtung u. a. aus Gründen nicht voranschreitet, die im Hause der Antragsgegnerin liegen. Ich darf mit großem Nachdruck an die prozessuale Mitwirkungspflicht der Beteiligten, auch der Antragsgegnerinnen, erinnern sowie auf die verfahrensrechtlichen Folgen einer Beweiserschwerung; § 444 ZPO ist seinem Grundgedanken nach auch im Verfahren der Freiwilligen Gerichtsbarkeit anwendbar. Ausgangspunkt meines Schreibens an Sie ist ein Bericht des gerichtlich bestellten Sachverständigen vom 25.01.2011; dieser liegt in Kopie bei.
> Die Stellungnahme der Kammer zu diesen Vorgängen können Sie dem in Kopie beigefügten Brief an den Herrn Sachverständigen entnehmen.
> Die Kammer kann nicht akzeptieren, dass die Beantwortung von Fragen des gerichtlichen Sachverständigen stets Monate in Anspruch nimmt. Einem Brief ihres Hauses vom 02. August 2006 entnehme ich, dass die Beantwortung von Fragen und Überlassung von Unterlagen mehr als 13 Monate gedauert hat.

Ich bitte den zuständigen Mitarbeitern Ihres Hauses zu verdeutlichen, dass das Gericht eine Vorlage des Gutachtens um die Mitte des Jahres 2011 erwartet“ (Bl. 395 d. A.).

Auf die Sachstandsanfrage vom 12. Mai 2011 (Bl. 421 d. A.) kündigte der Sachverständige den Abschluss seiner Arbeiten im 2. Halbjahr 2011 an (Bl. 430 d. A.). Auf die weitere Sachstandsanfrage vom 03.11.2011 (Bl. 447) kündigte der Sachverständige am 18.11.2011 an, nach einem Termin um die Jahreswende mit dem Bewertungsgutachter das Gutachten bis Januar/Februar 2012 fertigzustellen (Bl. 449 d. A.).

Mitte April 2012 erbat die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft den Betrag ihrer Forderungen zu bestätigen (Bl. 450 d. A.). Die Kammer teilte daraufhin mit, sie sehe seit Jahren der Fertigstellung des Gutachtens entgegen (Bl. 453 d. A.). Mit weiterem Schreiben vom 11.06.2012 fragte die Kammer unter Fristsetzung an, „was der Fertigstellung des für Februar 2012 angekündigten Gutachtens entgegensteht. Die Kammer würde es bedauern, Ordnungsstrafen verhängen zu müssen“ (Bl. 456 d. A.). Unter dem 26.06.2012 kündigte der Sachverständige unter Verweis auf „Nachfragen zu den Fragerunden 4 und 5“ die Fertigstellung des Gutachtens vor der Sommerpause an (Bl. 457 d. A.).

Am 20.08.2012 (Bl. 461 d. A.) legte der Sachverständige das Gutachten vom 15. August 2012 vor. Nach Ablauf der mit Verfügung vom 03.09.2012 gesetzten (Bl. 466 d. A.), antragsgemäß bis 28.03.2013 verlängerten Äußerungsfrist (Bl. 475, 480) legte die Antragsgegnerin mit Anwaltsschriftsatz vom 27.03.2013 eine umfassende gutachterliche Stellungnahme der mit Datum 25.03.2013 vor (Bl. 537 - 549).

Zuletzt werfen die Antragsgegnerinnen dem gerichtlich bestellten Sachverständigen widersprüchliche, auf falschen Annahmen beruhende Schlussfolgerungen und fehlende branchenbezogene Kompetenz vor. Die sachlichen Fehler des Gutachtens listen die Antragsgegnerinnen auf Seite 8 - 13 ihres Schriftsatzes vom 27.03.2013 auf (Bl. 544 - 549).

Im Kammertermin vom 16.09.2013 hat der gerichtlich bestellte Sachverständige sein Gutachten vom 15. August 2012 erläutert und vertieft (Bl. 627 - 634 d. A.). Zur Erleichterung und Straffung der mündlichen Erörterungen hatte er gemäß der Bitte der Kammer (Bl. 545) seine wesentlichen Überlegungen zu den Einwendungen der Beteiligten in einer Tischvorlage fixiert und diese am 26.08.2013 beim Landgericht Mannheim eingereicht (Bl. 588 d. A.). Die Antragsgegnerinnen haben zur weiteren Vorbereitung des Kammertermins eine Kurzstellungnahme von vom 11.09.2013 vorgelegt (Bl. 613 - 615).

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den gesamten Akteninhalt Bezug genommen.

II.

Die Anträge sind zulässig.

Gemäß § 17 Abs. 2 S. 1 des Gesetzes über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (SpruchG) sind die bis 31. August 2003 geltenden Vorschriften des Aktiengesetzes anzuwenden.

Die in der Zeit zwischen dem 23.01.2003 (Bl. 1) und dem 30. Mai 2003 (Bl. 1 des Aktenheftes 24 AktE 35/03) eingegangenen Anträge sind fristgerecht gestellt worden. Dies ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 S. 3, 306 Abs. 3 S. 2 AktG in der bis 31. August 2003 geltenden Fassung. Da die Publikation der ersten Verfahrensanträge erst im April 2003 im Schweizerischen Handelsamtsblatt erfolgt ist, waren noch bis Juni 2003 sogenannte Anschlussanträge im Sinne von § 306 Abs. 3 S. 2 AktG (a. F.) möglich (vgl. ergänzend Hüffer, 5. Aufl. 2002, Rn 11 zu § 306 AktG m. w. N.).

Alle Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung urkundlich nachgewiesen.

Die Rechtsnachfolge des am 04.04.2007 verstorbenen Antragstellers hat durch beglaubigte Kopie des Erbscheins des Amtsgerichts Charlottenburg vom 28.12.2007 nachgewiesen (Bl. 338 d. A.).

III.

Die gemäß § 327 b Abs. 1 AktG angemessene Barabfindung, welche die Hauptaktionärin den am 16.01.2003 ausgeschlossenen Minderheitsaktionären der
für die Übertragung von deren Aktien schuldet, war vom Gericht auf 434,61 € pro Aktie festzusetzen.

A.

Der aufgrund von **Börsenkursen** ermittelte Wert der Aktien der Gesellschaft stellt im vorliegenden Falle nur die Untergrenze der anzubietenden Abfindung dar (vgl. BVerfG NJW 99, 3769).

Je nach Berechnung und Abgrenzung des Referenzzeitraums bewegt er sich in der Größenordnung von rund 305,00 € (Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen Seite 24, 25; nachfolgend: GU 24, 25). Damit liegt er noch unter dem Betrag, auf den die in der Hauptversammlung vom 10. Dezember 2002 festgelegte Abfindung im Vertrag vom 09. Januar 2003 angehoben worden ist.

B.

Nach der in der Betriebswirtschaftslehre dominierenden **Ertragswertmethode**, die von der Rechtsprechung trotz gewisser Bedenken akzeptiert wird (vgl. Hüffer 10. Aufl. 2012, Rn 19, 20d, 21 zu § 305 AktG; Bundesverfassungsgericht NJW 2011, 2497 Tz 23), ergibt sich auf der Grundlage des Gutachtens des gerichtlich bestellten Sachverständigen der von der Kammer festgesetzte Wert von 434,61 € pro Aktie.

1.

Die Kammer ist von der herausragenden Sachkunde dieses Gutachters überzeugt:

a)

Entgegen der Ansicht der Antragsgegner-Vertreter (Bl. 542 d. A) fehlen gerade diesem Sachverständigen nicht die notwendigen branchenspezifischen Kompetenzen und Kenntnisse. Davon hat sich die Kammer insbesondere im Rahmen der fast sechs Stunden währenden Anhörung am 16. September 2013 hinreichend überzeugt. Bezeichnenderweise haben die Antragsgegnerinnen im März 2004 keine derartigen Bedenken geltend gemacht, als mehrere Antragsteller (Bl. 172, 175) diesen Gutachter aufgrund seiner Bestellung im Spruchverfahren der vorgeschlagen haben.

Der Sachverständige selbst berichtet von langjährigen Erfahrungen im Energiebereich aus zahlreichen Gutachten und Beratungsaufträgen (Tischvorlage Seite 3).

b)

Mit großer Akribie und Hartnäckigkeit hat der Sachverständige die ihm - zum Teil erst auf mehrfaches Drängen - vorgelegten Unterlagen zur Unternehmensplanung analysiert und kritisch hinterfragt.

Soweit er in einzelnen Positionen zu Beurteilungen gelangt ist, die von den Wertungen der Gesellschaft bzw. des abweichen, war dies für die seit rund 15 Jahren mit Spruchverfahren befasste Kammer in der Sache einleuchtend.

2.

Bei der Ermittlung des **Kapitalisierungsgegenstandes** hat der gerichtlich bestellte Sachverständige im Einklang mit den allgemein anerkannten Grundsätzen der Ertragswertmethode zunächst die Planung der künftigen Überschüsse der Gesellschaft durch die Unternehmensleitung analysiert (GU 10, 30, 31).

a)

In diesem Zusammenhang ist der Sachverständige insbesondere dem Einwand einzelner Antragsteller entgegengetreten, die durchaus ungewöhnliche Ausdehnung des sogenannten Detailplanungszeitraums auf insgesamt 38 Jahre, diene einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre. Für die Kammer überzeugend hat der Sachverständige ausgeführt, die Ertragssituation sei in der Phase zum Jahre 2039 so stark durch die Großinvestition Neubau Kraftwerk Rheinfelden geprägt, dass hierdurch eine sachgerechte objektivierte Wertermittlung erreicht werde. Diese Methode sei überdies deutlich transparenter (GU 36).

b)

Bei Überprüfung der Datenbasis des Jahres 2001, d. h. des letzten Ist-Jahres, hat der gerichtlich bestellte Sachverständige beim Übergang in die Planungsrechnung u. a. aufgrund von gezielten Nachfragen ermittelt, dass teilweise recht problematische Bereinigungen im Sinne einer Ergebnisreduzierung u. a. aufgrund des Gesellschafterwechsels erfolgt sind. Wegefallen ist beispielsweise der „Handel Watt-Gruppe intern“ (GU 50, 51)

mit den Lieferbeziehungen mit und Elektrizitätsgesellschaft Laufenburg AG. Nachweise bzw. Erläuterungen für die Umsatzreduzierung in Höhe von 12,8 Mio. Euro hat der Sachverständige von der Unternehmensleitung nicht erhalten (GU 53), auch langjährige Mittelwerte für die Wasserführung des Rheins lägen nicht mehr vor (GU 54). Nach einer Gesamtanalyse dieser Vorgänge hat sich dem Sachverständigen die Frage aufgedrängt, ob der Wegfall der Verbundbeziehungen mit der Watt-Gruppe das operative Ergebnis nicht hätte verbessern müssen, statt es - wie in der Planung ausgewiesen - um 4,2 Mio. Euro zu reduzieren (GU 56). Insgesamt erschien dem Sachverständigen ein Margenverlust in Höhe von 4,2 Mio. Euro nicht plausibel. Aus dem Wegfall der negativen Strommargen im Ist-Ergebnis des Jahres 2001 hinsichtlich der Position „Handel Watt-Gruppe intern“ mit 0,6 Cent/kWh - Verkaufswert: 2,6 Cent/kWh; Einkaufswert: 3,2 Cent/kWh - müsste sich nach Einschätzung des Gutachters eigentlich eine Ergebnisverbesserung ergeben (GU 60).

Diese bedeutsame Problematik (Bl. 627) wurde auch im Kammertermin mit dem Sachverständigen noch einmal erörtert. Zur weiteren Erläuterung hat der gerichtlich bestellte Sachverständige dargestellt, er habe den von Sarasin beigestellten Beilagen 30 und 32 entnommen, dass die Durchschnittswerte beim Verkauf in diesem Bereich sich bei 2,6 Cent/kWh bewegten, während sich die Einkaufswerte bei 3,2 Cent/kWh bewegt haben. Das seien natürlich Durchschnittswerte. Es könne auch sein, dass diese Geschäfte in der damaligen Unternehmenskonstellation sinnvoll waren. Aus den zur Verfügung gestellten Unterlagen habe er aber keine Nachweise dafür gefunden, dass der Wegfall dieses Bereichs zu einer Ergebnisminderung führen müsse. Das sei ihm bis heute nicht nachvollziehbar, bislang habe er keine nachvollziehbaren Argumente gehört (Bl. 628 d. A.). Die Antragsgegnerinnen hatten durch die Stellungnahme von (dort Seite 11) dargestellt, das Geschäftsjahr 2001 sei aufgrund der überdurchschnittlich guten Wasserführung von einer sehr hohen Produktion der eigenen Wasserkraftwerke und der teileigenen Wasserkraftwerke (Partnerwerke) geprägt gewesen. Dies führe bei den Positionen Stromhandel (=Erlöse) und Strombeschaffung (=Aufwand) zu größeren Abweichungen, die aus Gründen der Vergleichbarkeit zu bereinigen seien. Hierzu hat der Sachverständige auf entsprechenden Vorhalt bekundet, es könne richtig sein, dass der Rhein im Jahre 2001 überdurchschnittliche Wassermengen mit sich geführt habe. Dies sei aber letztlich ein Randproblem. Dieses könne in seinen Auswirkungen nicht die Dinge erklären, die gutachterlich kritisch angesprochen worden sind.

Dem schließt sich die Kammer an.

Für das Vorgehen der Antragsgegnerinnen erscheint zudem auffällig, dass im Zeitpunkt April 2011 die langjährigen Mittelwerte der Wasserführung des Rheins nicht greifbar gewesen sein sollen, während als Anlage 1 zur Stellungnahme vom 25.03.2013 eine entsprechende Grafik vorliegt. Das - auch insgesamt - auffallend zögerliche, teilweise lückenhafte Vorgehen bei der Informationserteilung an den Sachverständigen, kann auch nicht - wie im Kammertermin geschehen - durch bloße Missverständnisse erklärt werden. Auch der Sachverständige hat ausgeführt, aus seiner bisherigen gutachterlichen Tätigkeit sei ihm keine vergleichbare Fehlerhäufigkeit innerhalb eines Zahlenwerkes, welches die Unternehmenstätigkeit abbildet, bekannt. Gleiches gelte für die Qualität der Antworten auf Fragen des Gutachters (GU 59).

Derartige Äußerungen waren auch für die Kammer neu.

Die Stellungnahme vom 25.03.2013 hält dem Sachverständigen zudem vor, er greife diese Position losgelöst aus dem Zusammenhang auf (Seite 11). Nicht gesagt wird von Seiten der Antragsgegnerinnen, in welchem Zusammenhang eine völlig andere Beurteilung möglich wäre.

Als Folgerung dieser Überprüfungen hat der gerichtlich bestellte Sachverständige allein die Ergebnisminderung eliminiert; er hat nicht etwa in diesem Bereich das Ergebnis positiver in Ansatz gebracht (Bl. 628 der Akte; GU Seite 60).

c)

Bei der Position „übrige Erträge" hat die Unternehmensleitung in 2001 Bereinigungen in Höhe von 5,7 Mio. Euro vorgenommen (GU 57, 60).

Hierzu hatte der Sachverständige im Hauptgutachten kritisch angemerkt, die Zuordnung von 5,7 Mio. Euro zu den periodenfremden Posten sei nicht in allen Details nachzuvollziehen, insbesondere Buchgewinne aus Anlagenverkäufen und Forderungszuschreibungen seien zumindest auch im zurückliegenden Vergleichszeitraum aufgetreten. Problematisch sei zudem der Umstand, dass die in der Regel ebenfalls bei den Bereinigungen zu berücksichtigenden periodenfremden neutralen Aufwendungen an keiner

Stelle erkennbar Berücksichtigung gefunden hätten; ihr Nichtvorhandensein sei nicht erwähnt worden (GU 58). Aufgrund der unzureichenden Differenzierung der „übrigen Betriebserträge“ und der fehlenden Untersuchung hinsichtlich periodenfremder Aufwendungen sei die gesamte Bereinigung der übrigen Betriebserträge in Höhe von 5,7 Mio. Euro für die Vergangenheitsanalyse zur Kompensation außer Acht zu lassen (GU 60, 61).

Insoweit hat der Vertreter der Antragsgegnerinnen im Kammertermin erläutert, bei den „übrigen Erträgen“ habe es sich insbesondere um den (einmaligen) Abgang von Werkswohnungen gehandelt. Periodenfremde Aufwendungen habe es nicht gegeben (Bl. 631 d. A.).

Zudem war in der Stellungnahme von vom 25.03.2013 (Seite 8 u. 9) erstmals näher erläutert worden, dass sich diese Position außerdem aus dem Zahlungseingang aus abgeschriebenen Forderungen, aus der Auflösung von Rückstellungen und aus einmaligen Dienstleistungen zur EDV-Ausstattung von Schulen zusammensetzt.

Dieser Einwand erschien der Kammer einleuchtend. Auf ihre Bitte hat der Sachverständige in einer internen Beratungsphase die Auswirkungen einer Rückführung dieser (seiner) Korrektur berechnet. Danach reduziert sich der vom Sachverständigen errechnete Unternehmenswert um 50 Mio. Euro (Bl. 632 d. A.).

d)

Ausgehend von den als notwendig erkannten Korrekturen bei der Ermittlung der Erträge für die erste Planungsphase hat der gerichtlich bestellte Sachverständige aufgrund der - aus seiner Sicht - unzureichend dokumentierten Datenlage im Hauptgutachten eine Abschätzung des EBIT für 2002 vorgenommen (GU 75) und danach die Planungen des Detailplanungszeitraums von 2002 bis 2039 kritisch überprüft. Dabei hat er insbesondere die hohen Investitionen durch den Bau des Kraftwerks Neu-Rheinfelden nachvollzogen (GU 76 f.). Insgesamt erachtet der gerichtlich bestellte Sachverständige diese Planungen als plausibel (GU 86 f.).

e)

Beim Übergang vom letzten Jahr der Detailplanungsphase 2039 in die Phase der ewigen Rente macht der Sachverständige bezüglich der Ermittlung Reinvestitionsrate durch die Unternehmensleitung eine wesentliche Einschränkung. Der Ansatz von 30, 4 Mio. Euro als Reinvestitionsrate sei überhöht. Dieser entspreche nicht den Grundsätzen des IDW S1, sei auch nicht von der Sache her angemessen:

Das Bewertungsmodul setzte Nutzungsdauern bei den Wirtschaftsgütern der Wasserkraftwerke mit wertmäßig hohen Anschaffungskosten mit 30 Jahren, bei den Gebäuden mit 50 Jahren, entsprechend den steuerlichen Rahmenbedingungen an. Das liege deutlich unter der wirtschaftlichen Nutzungsdauer, wie aus zahlreichen Unterlagen der Gesellschaft ersichtlich ist. Im Schreiben vom 05.08.2011 werde explizit eine Nutzungsdauer von über 100 Jahren genannt. Das Bewertungsmodul unterstelle handels- bzw. steuerrechtliche Nutzungsdauern. Diese seien nicht in Einklang mit den wirtschaftlichen Gegebenheiten zu bringen, seien viel zu kurz und bewirkten, dass überhöhte Abschreibungsbeträge für Neu-Rheinfelden geplant wurden. Aufgrund hoher Investitionen in der Vergangenheit sowie im Planungszeitraum durch Neu-Rheinfelden und der langen Nutzungsdauern der Wasserkraftwerke entstehe in der näheren Zukunft nur ein unmittelbarer Reinvestitionsbedarf für Gegenstände, die aufgrund Verschleißes auszutauschen sind. Erst in fernerer Zukunft entstehe wieder Reinvestitionsbedarf für Großinvestitionen. Aufgrund dessen sei es geboten, die Höhe des Reinvestitionsbedarfs über die Wiederbeschaffungskosten bezogen auf das Investitionsintervall von 100 Jahren zu berechnen (GU 101).

Aufgrund der dagegen gerichteten Einwendungen der Antragsgegnerinnen (vgl. Seite 21-24) hat der gerichtlich bestellte Sachverständige die Problematik erneut überprüft und bei seiner mündlichen Anhörung im Kammertermin betont, aus sachverständiger Sicht sei es geboten, die Reinvestitionszeiträume viel weiter zu erstrecken, nicht etwa wie geschehen auf 30 Jahre bzw. 50 Jahre für Gebäude, sondern eher auf 100 Jahre. Deshalb sei die Reinvestitionsrate, die ja die prognostizierten Erträge mindert, um 8,4 Mio. Euro zu reduzieren (Bl. 628, 631).

Das Argument, dass die - das Jahresergebnis mindernde - Reinvestitionsrate nach der tatsächlichen Nutzungsdauer der eines Tages zu erneuernden Objekte zu bemessen sei

und nicht nach den teils fiktiven, teils pauschalierenden Abschreibungszeiträumen handels- oder steuerrechtlicher Art, war auch für die erkennende Kammer für Handelssachen unmittelbar überzeugend.

In seiner Tischvorlage vom 22.08.2013 (dort Seite 12) hat der gerichtlich bestellte Sachverständige außerdem zutreffend dargestellt, dass die Unternehmensseite nunmehr eine frühere Berechnung durch eine ähnlich intransparente Rechnung ersetzt habe. Die Kurzstellungnahme von vom 11.09.2013 wirkt in diesem Zusammenhang (vgl. Punkt 3 Absatz 3) jedenfalls unsubstantiiert, wenn nicht polemisch. Der Kammer ist nicht erkennbar, dass der überaus sorgfältig arbeitende Sachverständige ihm zugänglich gemachte Fakten „ignoriert habe“ (Bl. 615). Einleuchtend erscheint zusätzlich der Hinweis des gerichtlich bestellten Sachverständigen, die nunmehr ermittelte Reinvestitionsrate mit 35,2 Mio. Euro liege sogar über den handelsrechtlichen Abschreibungen, obwohl diese aufgrund kurzer Abschreibungszeiträume vergleichsweise hoch sind (Tischvorlage Seite 12). Dieses Vorgehen der Antragsgegnerinnen erscheint auch der Kammer nicht konsistent.

Am Ende des Kammertermins hat die Unternehmensseite ergänzend erklärt, die höhere Reinvestitionsrate erkläre sich auch daraus, dass nach dem Jahre 2040 der Neubau des Kraftwerks Whylen ansteht (Bl. 631 d. A.). Insoweit hat der Sachverständige glaubhaft ausgesagt, er habe gefragt, wie es zu dieser aus seiner Sicht recht hohen Reinvestitionsrate komme. In den erhaltenen Antworten habe er keinen Anhaltspunkt gefunden, der auf einen Neubau des Kraftwerks in Whylen hindeute. Schon im Hauptgutachten hatte der Sachverständige in diesem Zusammenhang berichtet, er habe auf Nachfragen die Antwort erhalten, dass man unverändert den angesetzten Betrag für angemessen halte und man „auf diese Anpassung mangels konkreter Vorstellungen über den Investitionsbedarf nach 2040“ verzichte (GU 100).

Auch die Kammer hat weder dem Bericht des Hauptaktionärs (AG 4, Seite 40, 52, 65, 66) noch den Feststellungen der Prüfer (AG 5, Seite 7, 8) entnehmen können, dass die Unternehmensplanungen auch auf einen Neubau des Kraftwerks Whylen gerichtet waren; da Whylen im Jahre 1994 völlig modernisiert worden ist (AG 4, Seite 9), erscheint ein Neubau nach 46 Jahren jedenfalls nicht zwingend.

Mit nachvollziehbaren Erwägungen hat der gerichtlich bestellte Sachverständige dargelegt, warum die Reinvestitionsrate um 8,4 Mio. Euro von 30,4 Mio. Euro auf 22 Mio. Euro zu reduzieren sei. Im Kammertermin hat er seine dahingehenden Erwägungen aus dem Hauptgutachten (GU 102) und der Tischvorlage (Seite 12) näher erläutert. Die vom Sachverständigen vorgenommene Schätzung (Bl. 629 d. A.) macht sich die Kammer zu eigen (§ 287 ZPO).

f)

Die Planung der Zinserträge (GU 103) und der Erträge aus nicht konsolidierten Beteiligungen (GU 106) gaben dem gerichtlich bestellten Sachverständigen keine Veranlassung zu Wertkorrekturen.

Er konnte auch nachvollziehen, dass das Aargauer Abkommen bei der Ermittlung der Unternehmenssteuerbelastung in der Planungsrechnung der systematisch zutreffend berücksichtigt worden ist (GU 112). Dieses Abkommen aus dem Jahre 1929 zwischen dem Deutschen Reich und dem Kanton Aargau regelt die Besteuerung von Rheingrenzkraftwerken. Bei diesen ist eine exakte Zuordnung nach der Belegenheit zur Ermittlung der jedem Staat zuzuweisenden Besteuerungsgrundlagen nicht praktikabel. Die Energieerzeugung findet nicht nur in den Generatoren statt, vielmehr wird dazu der Stau des Fließwassers benötigt, d. h. es sind beide Anrheinerstaaten in gleichem Maße betroffen. Nähere Details hat der Sachverständige auf Seite 107 und 108 des Hauptgutachtens dargestellt.

Nach eingehender Würdigung aller erkennbaren Aspekte hat der Sachverständige auch die Finanzierungsprämissen von als vertretbar erachtet (GU 122).

g)

Zusammenfassend ist festzustellen, dass der gerichtlich bestellte Sachverständige die Planung der künftigen Erträge durch die Gesellschaft in zahlreichen Bereichen als plausibel und sachgerecht erachtet.

Soweit er den in der Planung enthaltenen Margenverlust aus dem Wegfall des „Handel Watt-Gruppe intern“ eliminiert hat, folgt ihm die Kammer (III B 2b dieser Begründung).

Gleiches gilt für die Herabsetzung der nachhaltigen Reinvestitionsrate auf 22 Mio. Euro, die der Sachverständige für die Ableitung des EBIT für die ewige Rente ab 2040 vorgenommen hat (III B 2e).

3.

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes hat der gerichtlich bestellte Sachverständige im Einklang mit den anerkannten methodischen Vorgaben zunächst die einzelnen Elemente analysiert.

a)

Bei Überprüfung des **Basiszinssatzes** hat er festgestellt, dass der Ansatz von 6% im Bewertungsgutachten (AG 4 Seite 62) außerhalb einer plausiblen Bandbreite liege (GU 136). Eine plausible Bandbreite des Basiszinssatzes sieht er im Bereich zwischen 5,25% und 5,5% (GU 160).

Das deckt sich mit den Erfahrungen der Kammer aus anderen Spruchverfahren.

Soweit die Antragsgegnerinnen in diesem Zusammenhang die Verwendung neuer Verfahren, etwa der Svensson-Methode, als unzulässig beanstanden (Gutachten Seite 24, 25), geht dieser Einwand fehl. Das Spruchverfahren dient der Überprüfung, ob die angebotene Abfindung sachlich angemessen ist. Es geht nicht darum, ob der erste Bewertungsgutachter fehlerhaft oder gar schuldhaft fehlerhaft gearbeitet hat. Stehen dem gerichtlich bestellten Gutachter überlegene Erkenntnismethoden zur Verfügung, um die angemessene Abfindung zu ermitteln, dann hat er diese einzusetzen.

b)

Die **allgemeine Marktrisikoprämie** von 5% (AG 4 Seite 63) hat der gerichtlich bestellte Sachverständige als innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegend akzeptiert (GU 148); das entspreche den Empfehlungen des IDW (GU 160).

Die Herleitung eines **unverschuldeten Beta-Faktors** von 0,48 und die Annahme eines Beta-Faktors von 0,63 - bei Annahme der geplanten Verschuldung in der Dimension von 30% (AG 4 Seite 64) - hat der gerichtlich bestellte Sachverständige als methodisch sachgerecht erachtet (GU 150, 151). Dem um das Kapitalstrukturrisiko bereinigten Beta-

Faktor von 0,48 sieht er allerdings im oberen Bereich der plausiblen Bandbreite angesiedelt (GU 156).

c)

Den Wachstumsabschlag von 0,5% (AG 4 Seite 66) erachtet der Sachverständige vor dem Hintergrund von geplanten nominalen Wachstumsraten im mittelfristigen Planungszeitraum bis 2039 als nicht plausibel. Anknüpfend an diese mittelfristige Planung ist aus seiner Sicht der Wachstumsabschlag zwischen 1,5% und 2% anzusetzen (GU 160). In diesem Zusammenhang hatte der Sachverständige im Hauptgutachten betont, dass in der Planung 2002 bis 2039 durchgehend angenommen worden ist, dass inflationsbedingte Preissteigerungen gleichlaufend auf die Absatzpreise überwälzt werden können (GU 159).

Dieser Ansatz erschien der Kammer nach ihren allgemeinen Erfahrungen hoch. So hat etwa in einem Spruchverfahren der Kammer als Obergutachter ausgeführt, bei der Quantifizierung eines Inflationsabschlages bestehe in der Wissenschaft generell eine gewisse Zurückhaltung (vgl. auch: Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Aufl. 2002, Seite 144).

Auf entsprechende Vorhalte und Nachfragen der Kammer hat der gerichtlich bestellte Sachverständige im Kammertermin bekundet, in der konkreten Sondersituation sei zu beachten, dass eine außergewöhnlich lange Phase der Detailplanung vorliege. In den Fällen, in denen die sogenannte Phase I nur wenige Jahre umfasse, spiele die Problematik der ewigen Rente eine viel größere Rolle. Hier jedoch habe die Unternehmensseite über eine sehr lange Detailplanungsphase Wachstum geplant und zwar Wachstum von 2% bis 2,5% (Tischvorlage Seite 15). Das am Ende dieser Wachstumsphase sich ergebende Wachstum habe er - der Sachverständige - für die ewige Rente fortgeschrieben. Er habe keine Anhaltspunkte dafür gefunden, dass diese Entwicklung, die sich über lange Jahre hinweg gestaltet hat, nunmehr beim Übergang in die ewige Rente, d. h. ab dem Jahr 2040, plötzlich verändern sollte. Deshalb habe er im Endergebnis einen Wachstumsabschlag von 2% vorgenommen (Bl. 630).

d)

Bezogen auf die weiteren Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes hat der gerichtlich bestellte Sachverständige klargestellt, man habe beim Basiszins und beim Beta-Faktor bewusst nur die plausible Bandbreite ermittelt und dargestellt, um im Ergebnis eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen (Bl. 630 d. A.). Man habe die vom Unternehmen ermittelten Elemente des Kapitalisierungszinssatzes grundsätzlich akzeptiert, da sie (gerade) noch innerhalb der plausiblen Bandbreite liegen. Da die Werte aber am oberen Ende der plausiblen Bandbreite liegen, habe man beim Wachstumsabschlag aus dem plausiblen Bereich zwischen 1,5% bis 2,0% das obere Ende in Ansatz gebracht.

Aufgrund dessen gelangt der gerichtlich bestellte Sachverständige im Rahmen seiner Gesamtbetrachtung für den Detailplanungszeitraum zu einem Kapitalisierungszinssatz von 5,65%, für die Phase der ewigen Rente zu einem Kapitalisierungszinssatz von 3,65% (GU 161).

Im Ergebnis erachtet die Kammer auch aufgrund ihrer Erfahrungen aus anderen Spruchverfahren diese Zinssätze als zutreffend. Aufgrund der aus der langfristigen Unternehmensplanung ersichtlichen Annahme, Preissteigerungen (weitgehend) überwälzen zu können, erscheint auch der - generell betrachtet: hohe - Wachstumsabschlag einleuchtend.

4.

Bei der Bewertung des sogenannten **nichtbetriebsnotwendigen Vermögens**, hier insbesondere der Grundstücke sowie der früheren und jetzigen Dienstwohnungen, hat der gerichtlich bestellte Sachverständige die Einschätzungen des Bewertungsgutachters im Wesentlichen als zutreffend akzeptiert. Vereinzelte Bedenken konnten zurückgestellt werden, da die Dimension der betreffenden Objekte von völlig untergeordneter Bedeutung im Rahmen der Gesamtbewertung des Unternehmens erscheint (GU 166, 168).

Auch bei Beteiligungen, die dem nichtbetriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen sind, bestand für den Sachverständigen kein Anlass für werterhöhende Anpassungen

(GU 172). Entsprechendes gilt für Wertpapiere (GU 175); der im Bewertungsmodell zugrundegelegte Marktwert konnte vom gerichtlich bestellten Sachverständigen plausibel nachvollzogen werden (GU 179).

In der Gesamtschau hat der Sachverständige den im Hauptversammlungsbericht genannten Wert für das nichtbetriebsnotwendigen Vermögen als plausibel akzeptiert.

5.

Im Hauptgutachten hatte der gerichtlich bestellte Sachverständige kritisch angemerkt, er habe zwar hinsichtlich der Ermittlung der Unternehmenssteuerbelastung die Einbeziehung des Aargauer Abkommens nachvollziehen können. Nicht vollständig nachvollziehbar sei allerdings der zugrunde gelegte Schweizer Steuersatz; eigenen Berechnungen zufolge müsse der nachhaltige Unternehmenssteuersatz gegenüber den Annahmen im Bewertungsmodul von 24,5% auf 21,5% reduziert werden (GU 108, 110, 197). Deshalb hatte er aus der von ihm für richtig erachteten reduzierten Steuerquote eine Erhöhung des Unternehmenswerts um 13,9 Mio. Euro abgeleitet (GU 200).

Dem sind die Antragsgegnerinnen unter Vorlage einer Bestätigung der schweizerischen Steuerbehörde entgegengetreten (Gutachten Seite 21 sowie dortige Anlage 2).

Im Rahmen der Erörterungen im Kammertermin hat der Sachverständige die insoweit erhobenen Bedenken fallengelassen (Bl. 633 d. A.).

6.

Aufgrund der vorangegangen Detailerwägungen ist die Kammer im Wesentlichen den sorgfältig begründeten und überzeugenden Überlegungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen gefolgt. Dieser gelangt aufgrund seiner Korrekturen bei Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und seiner abweichenden Festsetzung des zutreffenden Kapitalisierungszinssatzes zu einem Unternehmenswert von 899.700.000,00 €.

Im Kontext der Gesamtproblematik der Unternehmensbewertung im aktienrechtlichen Spruchverfahren erscheint es der Kammer wichtig, eine generelle Erwägung des

erfahrenen Sachverständigen auf einen punktuellen Einwand des Antragstellers ausdrücklich hervorzuheben:

> „Es gibt nicht nur an dieser Stelle auf Seite 121 des Hauptgutachtens, sondern an vielen Stellen der gesamten Unternehmensbewertung Punkte, wo man unterschiedliche Auffassungen vertreten kann. Wir haben an dieser Stelle, wie auch an vielen anderen Stellen, die Dinge abgewogen und haben entschieden, dass wir diesen Aspekt nicht übernehmen. Wir haben hier nicht zu Lasten oder zu Gunsten der einen oder anderen Seite dieses Verfahrens entschieden, sondern wir haben das festgestellt, was nach unserem sachverständigen Ermessen zutreffend ist." (Bl. 633 d. A).

Auch das Oberlandesgericht Karlsruhe hat mehrfach betont, es könne in Spruchverfahren von vornherein nicht darum gehen, mit gleichsam naturwissenschaftlich-mathematischer Genauigkeit eine Unternehmensbewertung vorzunehmen. Vielmehr genüge es, wenn das Gericht zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffender Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führt. Ausgehend von zutreffend ermittelten Ausgangsdaten stehe den Gerichten im Rahmen vertretbarer tatsächlicher Annahmen die Befugnis zur Schätzung gem. § 287 ZPO zu (Friatec Beschluss vom 06.02.2012, Az: 12 W 69/08, dort Seite 14f.; OLG Stuttgart Beschluss vom 24.07.2013, AG 2013, 840).

Aufgrund der Erörterungen im Kammertermin hat die Kammer die Werterhöhung um 13,9 Mio. Euro aufgrund Reduktion der Steuerquote ausser Ansatz gebracht.

Außerdem wurde die Korrektur des Sachverständigen bei der Position „übrige Erträge" (III B 2c dieses Beschlusses) eliminiert. Diese hat der Sachverständige mit 50 Mio. Euro quantifiziert.

Dies führt zu einem Unternehmenswert von 835.800.000,00 €. Bei 1.923.080 Stückaktien beträgt der Wert der Stückaktie 434,61 €. Dies ist die angemessene Abfindung, die den Antragstellern und den weiteren außenstehenden Aktionären der Gesellschaft aufgrund des Entzugs ihres Aktieneigentums am 16.01.2003 zusteht.

IV.

Gem. § 327 b Abs. 2 AktG in der vor dem 30.07.2009 geltenden Fassung ist die Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an, jährlich mit Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz zu verzinsen. Da die Zinspflicht aus dem Gesetz folgt, war deren Aufnahme in die Entscheidungsformel nicht geboten (vgl. Hüffer 6. Aufl. 2004 und Hüffer 10. Aufl. 2012 jeweils Rn 8 zu § 327 b AktG und Rn 26 a zu der gleichlautend formulierten Bestimmung des § 305 AktG unter Verweis auf OLG Düsseldorf AG 2009, 907, 912; OLG Hamburg AG 2002, 89).

Gem. § 327 f Abs. 2 S. 3 AktG i. V. m. § 306 Abs. 7 S. 7 AktG - jeweils in der Fassung des Gesetzes vor Inkrafttreten des Spruchgesetzes - haben die Antragsgegnerinnen die Kosten des gerichtlichen Verfahrens zu tragen.

Gem. § 13 a Abs. 1 FGG haben die Antragsgegnerinnen auch die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu erstatten (vgl. Hüffer, 5. Aufl. 2002, Rn 22 zu § 306 AktG a. F.). Die Kostenbelastung der Antragsgegnerinnen entspricht schon deshalb der Billigkeit, weil die gerichtliche Überprüfung der angebotenen Barabfindung zu einer beachtlichen Erhöhung geführt hat.

Der Geschäftswert wurde für die Gerichtsgebühren und für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters (§ 306 Abs. 4 S. 6 AktG a. F.) gem. § 306 Abs. 7 S. 6 AktG i. V. m. § 30 Abs. 1 KostO festgesetzt. In Übereinstimmung mit den in Literatur und Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen war er aus der Differenz zwischen der ursprünglich angebotenen und der gerichtlich festgesetzten Abfindung abzuleiten (Hüffer 5. Aufl. Rn 21 zu § 306 AktG; Meilicke in: Aktiengesetz Anwaltskommentar 1. Aufl., Rn 27 zu § 306 AktG). Bei 50.212 außenstehenden Aktien und einem Abfindungsmehrbetrag von 124,11 € ergibt sich insoweit ein Geschäftswert für das Verfahren von 6.231.811,30 €.

Vors. Richter am Landgericht	Handelsrichter	Handelsrichter

Ausgefertigt:

Justizobersekretärin
als Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle