

Landgericht Hamburg

Kammer 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1
20355 Hamburg
Telefon: 040/ 42843 2681
Telefax: 040/ 42843 2395
fristwahrendes Telefax:
040/ ~~42843~~ 4318 o. -19

417 O 152/04

B E S C H L U S S

vom 7.12.2006

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen durch

den Vorsitzenden Richter am Landgericht
als Vorsitzenden

Handelsrichter und

Gründe:

Die Parteien streiten um die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327f AktG, § 2 SpruchG) nach einer Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär (§ 327b AktG).

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin sind Aktionäre der Fa. RWE Dea AG in Hamburg (im folgenden: RWE-Dea). Deren Grundkapital betrug im Frühjahr 2004 insgesamt € 344.064.000.- und war in 13.440.000 (seit 1998 nennwertlose Stück-) Aktien aufgeteilt. Hiervon hielt die Antragsgegnerin im Frühjahr 2004 insgesamt 13.368.078 Aktien, also ca. 99,46%. Der Rest von 71.922 Aktien (ca. 0,54%) befand sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Zwischen der Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin , die später auf die Antragsgegnerin verschmolzen wurde, und der RWE-Dea wurde 3.4.89 ein Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag (im folgenden: GuB-Vertrag) abgeschlossen. Den Aktionären wird aufgrund eines Beschlusses des HansOLG vom 7.8.02 (NJZ 2003, 89f.) eine jährliche Ausgleichszahlung von DM 18.- (= € 9,20) pro Aktie gewährt.

Ende 2003 verlangte die Antragsgegnerin die Einberufung einer Hauptversammlung mit dem Ziel der Übertragung der restlichen Aktien auf sie. Am 3.12.03 bestimmte das Landgericht auf ihren Antrag die von ihr einzig vorgeschlagene

(im folgenden:) als gerichtliche Prüferin (im folgenden: Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 417 O 192/03).

Am 2.2.04 legte die von der Antragsgegnerin beauftragte

(im folgenden:

Unternehmensprüferin,) ein Gutachten vor, in welchem der Unternehmenswert der RWE-Dea auf € 2.994.000.000.- festgestellt wurde; auf dieser Basis ergebe sich ein auf jede Aktie entfallender angemessener Abfindungsbetrag von € 222,77; der maßgebliche Börsenkurs habe damals bei € 272,53 gelegen (AG 2, S. 30-68). Am selben Tag legte die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor (Anlage 2 zu AG 2), in welchem sie die vorzuschlagende Abfindung von € 296.- als angemessen attestierte. Am 5.2.04 übernahm eine Bankgarantie (Anlage 1 zu AG 2) und am 11.2.04 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beabsichtigte Maßnahme vor (AG 2, S. 70), in der sie eine Abfindung von € 296.- pro Aktie vorsah.

Auf der Hauptversammlung am 7.4.04 fassten die Aktionäre der RWE-Dea mit einer Mehrheit von 99,77% den folgenden Beschluss (vgl. not. Protokoll Anlage AG 1 S. 11):

Die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) werden auf übertragen. Die Hauptaktionärin zahlt dafür eine

Barabfindung in Höhe von EURO 296 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der RWE Dea AG.

Gegen diesen Beschluss erhoben verschiedene Aktionäre Anfechtungsklagen (Landgericht Hamburg, 420 O 53/04). Auf Antrag der RWE-Dea beschloss das Landgericht Hamburg am 30.7.04, dass die Erhebung der Klagen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses nicht entgegen stehe (420 O 77/04). Die hiergegen eingelegten Beschwerden wurden durch Beschluss des HansOLG vom 29.9.04 (11 U 78/04; ZIP 2004, 2288f. = DB 2004, 2805 = NZG 2005, 86) zurückgewiesen.

Danach wurde am 19.10.04 der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister eingetragen und dies am 22.10.04 im elektronischen Bundesanzeiger, am 26.10.04 im Bundesanzeiger sowie 3.11.04 im „Hamburger Abendblatt“ bekannt gemacht.

Die Anfechtungsklagen wurden durch Urteil vom 13.5.05 abgewiesen (Landgericht Hamburg, 420 O 53/04), Rechtsmittel waren erfolglos (HansOLG Hamburg, 11 U 149/05).

Bis zum 26.1.05 gingen die Anträge der Antragsteller bei Gericht ein. Das Gericht verband die Verfahren (mit Ausnahme einiger Verfahren, in denen die Anträge als unzulässig zurückgewiesen wurden) und bestellte am 23.6.05 einen gerichtlichen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre. Der Bestellung wurde am selben Tage im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht. Am 26.6.06 fand eine mündliche Verhandlung statt.

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

I. Die Antragsteller sind der Auffassung, dass die angemessene Abfindung höher zu bestimmen sei.

Sie meinen (im wesentlichen und mit unterschiedlichen Argumentationslinien), das Gutachten sei nicht zu berücksichtigen, weil es nach fehlerhafter Ernennung dieser Gutachterin durch das Gericht zustande gekommen und wegen der offensichtlich parallel zur erfolgten Prüfung nicht unabhängig sei. sei auch ungeeignet, weil sie zuvor als Beraterin der Antragsgegnerin tätig geworden sei. Das Gutachten sei inhaltlich unbrauchbar, es müsse ein neues gerichtliches Gutachten eingeholt werden.

Die Bewertung der zukünftigen Erträge der RWE-Dea durch und sei unrichtig. Die Planungen für die zukünftigen Geschäftsjahre seien zu pessimistisch ausgefallen. Es sei mit unrealistisch niedrigen zukünftigen Gas- und Ölpreisen kalkuliert worden; bereits zum Zeitpunkt der Bewertung habe der Ölpreis deutlich über den angenommenen US\$ 21.-/Barrel gelegen. Die Bewertung der Unternehmensbeteiligung an der Fa. Kazgermunai sei unrealistisch niedrig ausgefallen; sie sei zwei Jahre später für ein Vielfaches des angenommenen Preises veräußert worden.

Die zur Berechnung des abgezinnten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Marktrisikoprämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien sämtlich zu hoch und nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller beantragen deshalb,

- a. eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

Einige Antragsteller beantragen ferner,

- b. die Verzinsung der Abfindung nach § 327b II AktG anzuordnen.

Und unter diesen Antragstellern beantragen wiederum einige zusätzlich,

- c. die Verzinsung bereits ab dem Zeitpunkt der Hauptversammlung anzuordnen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat sich den Argumenten der Antragsteller angeschlossen und beantragt

die gerichtliche Festsetzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327f AktG.

III. Die Antragsgegnerin hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend.

Die parallele Prüfung durch und sei zulässig und inhaltlich unbedenklich, die Abfindungsprüferin sei nur in dem nach § 319 HGB zulässigen Umfang zuvor beratend tätig gewesen. Die gefundenen Ergebnisse seien in allem gut begründet und deckten sich mit den wissenschaftlichen Ergebnissen über die Bewertung und Abzinsung zukünftiger Unternehmenserträge.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten (sehr umfangreichen) Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten berichtet.

Das Gericht hat die Vertreter der Abfindungsprüferin, und , in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 angehört. Wegen des Anhörungsergebnisses wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 verwiesen.

Die nach dem Schluss der mündlichen Verhandlung eingegangenen Schriftsätze sind berücksichtigt worden.

Diesem Beschluss sind tabellarische Übersichten der Berechnungen des Unternehmenswertes und der Abfindungsbeträge aus der Sicht der Antragsgegnerin (Tabelle 1) und des Gerichts (Tabelle 2) sowie des Börsenwertes (Tabelle 3) beigelegt.

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

Die Anträge sind nach dem Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren vom 12.6.03 (SpruchG, BGBl. 2003 I, 838f.) zu beurteilen, weil alle Anträge nach dem 1.9.03 gestellt wurden (§ 17 II SpruchG).

I. Verbindung

Verfahren nach dem SpruchG sind zu verbinden, wenn ihnen dergleiche Antrag zugrunde liegt (MüKoAktG-Volhard, SpruchG, § 7 Rdn.15), was hier der Fall ist. Die Kammer hatte durch Beschluss vom 15.6.05 die Anträge der Antragsteller und (früher 417 O 36/05, jetzt hier Antragsteller zu 76 und 77) als unzulässig zurückgewiesen. Diese Entscheidung wurde auf ihre Beschwerde durch Beschluss des HansOLG vom 11.10.06 (11 W 81/05) aufgehoben und die Sache zur erneuten Entscheidung an das Landgericht zurückverwiesen; zur Begründung wurde ausgeführt, der Antrag sei nach weiterem Vortrag in der Beschwerdeinstanz nunmehr zulässig. Hier ist nunmehr die Verbindung nachzuholen.

Eine Entscheidung auch hinsichtlich dieser Antragsteller kann bereits ergehen, weil sie in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 Gelegenheit hatten, sich über den zwischenzeitlichen Fortgang der Sache zu unterrichten und in der Verhandlung auch vertreten waren.

II. Zulässigkeit

Die Anträge der Antragsteller sind zulässig.

1. Die Aktien sind durch Beschluss vom 7.4.04 zulässigerweise auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragen worden. Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 99,46% der Aktien (§ 327a I AktG), hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 7.4.04 beschlossen worden (AG 4) und der Beschluss hat am 19.10.04 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§ 327e III AktG).

2. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung durch Vorlage unterschiedlichster Aktienbesitznachweise, zumeist durch Vorlage der Ausbuchungsbescheinigungen der verwahrenden Banken nachgewiesen. In Bezug auf das zu 1. verbundene Verfahren steht dies wegen des Beschlusses des HansOLG vom 11.10.06 (11 W 81/05) bereits fest.

3. Die Anträge sind auch fristgerecht eingegangen. Nach § 4 SpruchG können Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung (§ 1 Ziffer 3 SpruchG) binnen 3

Monaten seit dem Tage gestellt werden, an dem die Eintragung im Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Die Eintragung in das Handelsregister erfolgte am 19.10.04. Die Bekanntmachung erfolgte am 22.10.04 im elektronischen Bundesanzeiger, am 26.10.04 im Bundesanzeiger und am 3.11.04 im „Hamburger Abendblatt“. Abzustellen ist auf die letzte notwendige Eintragung, denn erst die Bekanntmachung in allen notwendigen Blättern hat die Bekanntmachung zur Folge, § 10 II HGB. Die Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und im Hamburger Abendblatt waren notwendig, denn nach § 10 I HGB ist die Eintragung im Bundesanzeiger und in einem weiteren Blatt bekannt zu machen.

Nun sind die Anträge der Antragstellerinnen zu 1. und 2. bereits am 1.11.04 bei Gericht eingegangen. Sie sind gleichwohl zulässig, weil § 4 SpruchG lediglich die Endzeitpunkte, nicht aber den Beginn der Fristen festlegt (MükoAktG-Volhard, SpruchG, § 4 Rdn. 4 mit Hinweis auf BGH AG 1986, 291, 292 für das frühere Recht).

III. Die Begründetheit

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht. Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie weder zukünftig verkauft werden kann, noch, dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig Dividenden oder (im Fall des Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags Ausgleichszahlungen) erhält.

1. Der Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des BVerfG (NJW 1999, 3769 = ZIP 1999, 1436, 1441 - DAT/Altana) und des BGH (NJW 2001, 2080 = ZIP 2001, 734, 736) ist davon auszugehen, dass die untere Grenze der Abfindung stets der Verkehrswert ist, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig durch den Börsenkurs repräsentiert wird.

Die Börsenkurse für die RWE-Dea hat die Antragsgegnerin in Anlage AG 7 mitgeteilt. Diesem Beschluss ist eine Neuberechnung auf der Basis der dort genannten gerundeten Zahlen beigefügt (Tabelle 3), deren Ergebnisse durch Rundungsfehler etwas von den Berechnungen der Parteien abweichen können. Danach betrug der Börsenkurs

- vom 2.11.03 bis 1.2.04 (3 Monate vor Bekanntwerden)	€ 272,50 (AGin € 272,53)
- am 2.2.04 (Bekanntwerden der Abfindung von € 296.-)	€ 316,90
- vom 7.1.04 bis 6.4.04 (3 Monate vor dem Squeeze-Out)	€ 301,97 (AGin € 293,76)
- am 7.4.04 (Beschluss über den Squeeze-Out)	€ 325.-

a. Die Antragsteller meinen, es müsse auf die letzten 3 Monate vor dem 7.4.04 abgestellt werden; der Antragsteller zu 17 () meint, es müsse zumindest der Wert am 7.4.04 zugrunde gelegt werden, richtigerweise aber der Durchschnitt der letzten 9 Monate vor dem Stichtag, denn sowohl vor dem 2.11.03 als auch nach dem Stichtag habe der Kurs im Durchschnitt von € 310.- bis € 340.- betragen, so dass die von der Antragsgegnerin gewählten Monate als nicht repräsentativ erschienen.

b. Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, es müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Zeitraum abgestellt werden, weil der Kurs nach Bekanntwerden einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung bestimmt werde. Außerdem sei das Abstellen auch auf den Tag des Beschlusses nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf die 3 Monate vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch neuerdings in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe. Im Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out vom 2.11.03 bis 2.2.04 habe der durchschnittliche Börsenkurs € 272, 53 betragen.

c. Auf welchen Börsenkurs hiernach abzustellen ist, ist im einzelnen streitig. Nach der Rechtsprechung darf, um Zufälligkeiten auszuschließen, nicht der Börsenkurs eines bestimmten Tages herangezogen werden, sondern ist auf den Durchschnittskurs eines angemessenen Referenzzeitraums von 3 Monaten abzustellen (BGH ZIP WM 2001, 856ff = ZIP 2001, 734, 736). Welcher Zeitraum dies ist, ist ebenfalls streitig. Der BGH (a.a.O.) und das OLG Hamburg (AG 2003, 583ff) stellen auf die drei Monate vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab.

Das Gericht schließt sich der Auffassung des BGH und des HansOLG an und hat den folgenden Ausführungen des HansOLG nichts hinzuzufügen:

Der BGH (NZG 2001, 603 = ZIP 2001, 734 [737]) hat die Streitfrage, ob der Börsenkurs zum Stichtag der Hauptversammlung des beherrschten Unternehmens maßgeblich sein soll oder ob auf einen für einen bestimmten Zeitraum festzustellenden Börsenkurs abgestellt werden soll, im letzteren Sinne entschieden und den Zeitraum auf die letzten drei Monate vor dem Stichtag begrenzt. Dieser Rechtsprechung ist der Senat bereits im Beschluss vom 31. 7. 2001 (OLG Hamburg, AG 2002, 406 [407]) gefolgt. Danach gibt es keinen Anlass, einen Zeitraum von ca. vier Wochen aus dem Referenzzeitraum herauszunehmen, weil der Börsenkurs den Durchschnittswert der vorausgegangenen Zeit und der nachfolgenden Wochen bis zum Stichtag überstieg. Allerdings sollen nach der Rechtsprechung des BGH in der angeführten Entscheidung (ZIP 2001, 734 [737]) außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage unberücksichtigt bleiben. Darum handelt es sich im fraglichen Zeitraum nicht. Dort ist vielmehr ein kontinuierlich um ca. 15% höherer Kurs als in den folgenden zwei Monaten festzustellen. Die Begründung des Sachverständigen, der Kursverlauf im Zeitraum vom 9. 3. 1989 bis 4. 4. 1989 sei spekulativ beeinflusst gewesen und habe nicht bewertungsrelevanten Sondereinflüssen unterliegen, trägt die Verkürzung des Referenzzeitraumes nicht. Sie beruht offenbar auf der Vorstellung, dass eine Erhöhung des Kurses, die nicht Folge einer höheren Bewertung des Unternehmens durch den Markt, sondern der Erwartung eines höheren Abfindungsangebotes für die außenstehenden Aktionäre ist, den Aktionären nicht gebührt. Auch eine dadurch verursachte, im Referenzzeitraum entstandene Kurserhöhung kann aber den außenstehenden Aktionären bei der Bemessung der Abfindung zu Gute kommen. Denn nach der Vorgabe durch das BVerfG (NZG 2001, 603 = NZG 1999, 931 = ZIP 1999, 1436 [1440]), der der BGH (NZG 1999, 931 = ZIP 2001, 734 [738]) gefolgt ist, dürfen die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ erlangt hätten; dann aber hätten sie die Aktien zum erhöhten Kurs veräußern können. Eine Erhöhung des Kurses durch „Abfindungsspekulationen“ ist zu Lasten der Aktionäre nur zu eliminieren, als sie auf Börsenkursmanipulationen beruht. Von dieser Ausnahme abgesehen kann der Aktionär das verlangen, was sich unter den Gesetzen von Angebot und Nachfrage als Preis herausgestellt hat. Für eine Manipulation des Börsenkurses zu Lasten der Aktionäre gibt es hier keinen Anhaltspunkt. Ein solcher Gedanke verbietet sich hier bereits deswegen, weil damals die

Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindung nicht vorausgesehen werden konnte (vgl. *Hüttemann*, ZGR 2001, 455 [463]).

Entgegen der Ansicht der Ag. kann der dreimonatige Referenzzeitraum auch nicht auf einen Zeitraum vorverlegt werden, in dem die Absicht, einen Unternehmensvertrag abzuschließen, noch nicht bekannt war. Allerdings hätte eine solche Errechnung des durchschnittlichen Börsenpreises den Vorteil, dass ein Aktienkurs frei von Spekulationen über die Höhe der Abfindung ermittelt werden könnte. Jedoch wäre ein solches Vorgehen zum einen kaum mit dem gesetzlich in § 305 III AktG verankerten Stichtagsprinzip in Einklang zu bringen. Zum anderen stünde es im eindeutigen Widerspruch zur Rechtsprechung des *BVerfG*, das einen auf den Stichtag bezogenen Durchschnittskurs für maßgeblich hält und verlangt, dass der Aktionär nicht weniger erhalten darf, als er bei einer ihm möglichen Veräußerung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages erlangen kann (*BVerfG*, NZG 2001, 603 = ZIP 1999, 1436 [1440]; *BGH*, NZG 1999, 931 = ZIP 2001, 734 [738]). Diesen Vorgaben wird nur ein Referenzzeitraum gerecht, der mit der Beschlussfassung der Hauptversammlung des beherrschten Unternehmens endet, hier also am 8. 6. 1989. Wegen der unterschiedlichen gesetzlichen Regelung greift auch de lege lata die von den Antragstellern gezogene Parallele zum dreimonatigen Referenzzeitraum nach den Vorschriften des WpÜG und der dazu ergangenen Verordnung nicht. Im Übrigen sprechen auch praktische Erwägungen für einen an den Stichtag geknüpften, zeitlich festgelegten Referenzzeitraum. Denn es dürfte nur unter großen Schwierigkeiten möglich sein, spekulative Einflüsse auf den Börsenkurs, die von der Hoffnung auf eine hohe Abfindung getragen sind, von solchen Erwartungen zu unterscheiden, die aus dem Glauben an die Ertragskraft des Unternehmens gespeist werden. Unter diesem Gesichtspunkt spricht gerade hier gegen die von den Antragsgegnerinnen gewünschte Vorverlegung des Referenzzeitraums in das Jahr 1988, dass die DTA bis dahin noch von der *Texaco International/USA* beherrscht wurde und nicht auszuschließen ist, dass der damals niedrige Börsenkurs (auch) auf diese Abhängigkeit zurückzuführen ist und keinen echten am Unternehmenswert orientierten Marktpreis darstellte.

Der Börsenkurs nach dem damit maßgeblichen Referenzzeitraum vom 7.1.04 bis 7.4.04 betrug durchschnittlich € 301,97 je Aktie (vgl. die beigefügte Tabelle 3). Er ist damit für die Bemessung der Abfindungshöhe nicht maßgeblich, denn aus den folgenden Ausführungen ergibt sich nach der Berechnung des Ertragswertes des Unternehmens ein höherer Unternehmenswert pro Aktie (€ 402,15).

2. Der Liquidationswert

Der **Liquidationswert** des Unternehmens ist der Wert, der nach seiner gedachten Liquidation, also nach Veräußerung seines gesamten Vermögens und Begleichung aller Verbindlichkeiten als Barvermögen verbliebe. Streitig ist, ob der Liquidationswert eine weitere Untergrenze des Wertes des Unternehmens ist.

a. Die Antragsteller stehen auf dem Standpunkt, die RWE-Dea habe über hochwertige Sachanlagen verfügt, die - einzeln oder in Teilen verkauft - einen potentiell höheren Wert als nach der Berechnung nach Erträgen darstellten und auf deren Grundlage daher die Abfindung zu berechnen sei; die Berichte der und der übergingen dieses Problem völlig.

b. Die Antragsgegnerin steht hierzu auf dem Standpunkt, dass in allen Fällen, in denen der Unternehmer das Unternehmen fortführen wolle, der Liquidationswert als Untergrenze der Abfindung dann ausscheide, wenn die Unternehmensfortführung wirtschaftlich vertretbar und der Unternehmer nicht zur Liquidation verpflichtet sei (*BGH NJW* 1982, 2497, 2498; *MüKoAktG-Bilda*, § 305 Rdn. 82; *OLG Düsseldorf*, AG 2004, 325, 327; *OLG Düsseldorf*, ZIP 2004, 753, 757). Da die RWE-Dea ein

ertragsstarkes Unternehmen sei, bestehe eine Verpflichtung zur Liquidation nicht und könne die Abfindung hiernach nicht berechnet werden.

c. Eine Entscheidung ist auch hierzu nicht veranlasst. Die Abfindung von € 402,15 wie sie unten noch berechnet werden wird, entspricht einem Unternehmenswert von € 5.404.947.696.-. Zwar haben weder die noch die zur Höhe des Liquidationswertes nähere Angaben gemacht. Auch die Antragsgegnerin hat sich im Verlaufe des Verfahrens hierzu auf pauschale Angaben beschränkt, wonach der Bruttowert aller Vermögensgegenstände der RWE-Dea sich auf € 4.500.000.000.- beschränkt habe und sich nach Abzug von Verbindlichkeiten, Rückstellungen und latenten Steuern ein Marktwert des Eigenkapitals von € 3.100.000.000.- ergebe, der noch mit Steuern des Unternehmens von ca. 40% und Einkommenssteuern der Aktionäre von ca. 17,5% zu belegen sei. Diese Angaben reichten nicht aus.

Jedoch hat die ausführliche Anhörung der Wirtschaftsprüfer und in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 ergeben, dass aufgrund einer ausreichenden Prüfung der Liquidationswert nicht über dem unten festgestellten Ertragswert liegt. Sie haben eine hierzu Übersicht („vereinfachte Substanzwertermittlung zum 31.12.2003“, Bl. 1446d der Akte) vorgelegt, aus der sich das Anlagevermögen auf € 3.947.000.000.- bemaß, das Umlaufvermögen auf € 556.000.000.- und die sich hieraus ergebenden Summe der Aktiva auf € 4.503.000.000.-. Gegenzurechnen waren Rückstellungen von € 847.000.000.-, Verbindlichkeiten von € 307.000.000.- und latente Steuern von € 213.000.000.-. Außerdem wären im Falle der Zerschlagung des Unternehmens Abfindungen an Mitarbeiter zu zahlen. Selbst wenn man entgegen den Berechnungen des Sachverständigen den Substanzwert des Unternehmens nicht um die Steuern auf die erzielten Erlöse mindern würde, ergäbe sich ein Substanzwert deutlich unter dem unten noch zu berechnenden Ertragswert.

3. Die Bewertung der RWE-Dea nach ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

Unter den zur Verfügung stehenden Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Auflage 2002, S. 40ff.) ist die Ertragswertmethode die am häufigsten verwendete Methode; ihre Anwendung ist von der Rechtsprechung gebilligt worden (BVerfG NJW 1999, 3769ff – DAT/Altana - ; BGH DB 2001, 969ff.; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, § 305 Rdn. 19). Ihr folgt deshalb das Gericht.

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der RWE-Dea stützt sich das Gericht u.a. auf die Darlegungen im Unternehmensbericht und dem darin wiedergegebenen Gutachten der sowie auf die Prüfung durch

aa. Ein Teil der Antragsteller wendet ein, das Gutachten der dürfe bereits deshalb nicht verwertet werden, weil diese Prüferin entgegen dem Gesetz nicht

durch das Gericht ausgewählt, sondern nur dem einzigen Vorschlag der Antragsgegnerin entsprechend ernannt worden sei.

Dem folgt das Gericht nicht. Das Gesetz sieht vor, dass das Gericht den Prüfer auswählt, nicht aber, wie und anhand welcher Kriterien dies geschieht. Dem Gericht Vorschläge zu unterbreiten, verbietet das Gesetz dem Hauptaktionär ebensowenig wie dem Gericht, dem einzigen Vorschlag nach Überprüfung der Geeignetheit zu folgen (OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87).

Gleichwohl hat die Kammer seit Anfang 2005 die Ernennungspraxis geändert, besteht auf dem Vorschlag dreier geeigneter Unternehmen, hält ggf. Rücksprache mit diesen und behält sich vor, aus den zahlreichen, inzwischen für die Kammer tätigen Prüfungsunternehmen ein anderes, geeignetes Unternehmen auszuwählen. Die dadurch eventuell eintretenden zeitlichen Verzögerungen bei der Durchführung der Strukturmaßnahmen werden die Unternehmen zukünftig vorausschauend zu kalkulieren haben.

bb. Einen weiteren Angriff führen die Antragsteller gegen die mit der Begründung, sie habe wegen einer früheren Geschäftsverbindung zur Antragsgegnerin nach § 319 HGB nicht ernannt werden dürfen.

Hierzu haben die Antragsgegnerin und die Wirtschaftsprüfer und unter Vorlage von Übersichten („Zusammenfassung der Tätigkeiten ... 1.1.02-31.12.02“ und „...1.1.03-31.12.03“, vgl. Bl. 1446f und Bl. 1446e der Akte) erläutert, dass es keine früheren Geschäftsverbindungen zur RWE-Dea, wohl aber solche zur Antragsgegnerin und deren Tochterfirmen gab, nämlich Steuerberatungen, Prüfungen und Beratungen mit Honoraren für 2002 (ohne gerichtliche Bestellungen) von € 357.118.- und für 2003 von € 659.229.-. Sie selbst hätten an den genannten Aufträgen überhaupt nicht mitgewirkt.

Die Antragsgegnerin steht auf dem Standpunkt, dass diese Tätigkeiten selbst bei analoger Anwendung des § 319 III 5 HGB unbedenklich seien, so dass die Besorgnis fehlender Neutralität fehl gehe. Der Anteil dieser Umsätze am Gesamtumsatz von sei äußerst gering (2002: 0,163% bei € 477.000.000.- bzw. 2003: 0,092% bei € 708.000.000.-) und die Honorare machten auch nur einen sehr kleinen Teil der Gesamthonorare der Antragsgegnerin (ca. € 40.000.000.- jährlich) aus.

Die Ernennung des Abfindungsprüfers erfolgt nach § 327c II AktG auf Antrag des Hauptaktionärs durch das Gericht, wobei die §§ 293a II und III, 293c I bis III sowie 293d und 293e AktG sinngemäß anzuwenden sind. § 293d I AktG verweist hinsichtlich der Auswahl der Prüfer auf die für Abschlussprüfer vorgesehenen Vorschriften des § 319 I bis III HGB. Hiernach sind in bestimmten Fällen Prüfer ausgeschlossen, wenn sie entweder an der zu prüfenden Gesellschaft beteiligt oder sonstwie mit ihr verflochten sind oder sie zuvor einen Umsatz mit der Gesellschaft gemacht haben, der einen bestimmten Prozentsatz ihres eigenen Umsatzes übersteigt. Für die Prüfung von Unternehmensverträgen und des Squeeze-Out ist anerkannt, dass ein Prüfer auch dann nicht bestellt werden darf, wenn er zwar keine solche Verbindungen zu der zu prüfenden Gesellschaft, aber ähnliche Verbindungen zu einer Gesellschaft unterhält, in deren Interesse die Prüfung geschieht, also insbesondere zum Hauptaktionär (Hüffer, AktG, § 293d, Rdn. 3 mwN.; MüKoAktG-Altmeppen, § 293d, Rdn. 4).

Im vorliegenden Fall bezogen sich die Leistungen der für den Gesamtkonzern der Antragsgegnerin nach den Darlegungen der Antragsgegnerin und der Wirtschaftsprüfer und in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 auf ganz andere Unternehmensbereiche. Die Umsätze der für die Antragsgegnerin und ihre Tochterfirmen erreichten nur ca. 1% ihres Umsatzes und der Anteil der Honorare der an den von der Antragsgegnerin überhaupt ausgegebenen Honoraren insgesamt nur ca. 1,5%. Bei der Antragsgegnerin handelt es sich um ein weltweit operierendes Unternehmen mit Milliardenumsätzen und einem erheblichen Beratungs- und Prüfungsbedarf, der nur durch ebenfalls international operierende Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gedeckt werden kann, die aufgrund ihrer personellen Ausstattung und ihrer längeren Erfahrung in der Lage sind, auch umfangreiche Prüfungen in einem überschaubaren Zeitlimit abzuarbeiten. Solche Gesellschaften sind nach der Kenntnis des Gerichts im deutschsprachigen Raum nur wenige vorhanden, so dass die Gefahr von Vorbefassungen relativ hoch und nur mit großem Aufwand vermeidbar ist. Eine spezielle Gruppe von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die sich aus dem „täglichen Geschäft“ heraus hält und sich nur der unabhängigen Prüfung widmet, gibt es nach Kenntnis des Gerichts nicht und wird es vermutlich auch wegen der in diesem Fall nicht ausreichenden ökonomischen Basis nicht geben können. Insofern muss eine gewisse Verquickung von Interessen – wie bereits in § 319 III HGB angenommen – toleriert werden. Im vorliegenden Fall bezogen sich die Prüfungs- und Beratungsleistungen der für die auf Unternehmensbereiche innerhalb der Antragsgegnerin, die mit den hier vorliegenden Problemen nichts oder nur Vernachlässigbares zu tun hatten. Deshalb erscheint der Kammer dieser Umfang der Vorbefassung ausnahmsweise tolerabel.

Die Kammer weist aber darauf hin, dass sich bei weiteren Bestellungen gerichtlicher Prüfer der Vorschlag des Hauptaktionärs genauestens auch zu früheren Befassungen der vorgeschlagenen Gesellschaft auch zum Hauptaktionär wird verhalten müssen. Auch dies werden die Unternehmen zukünftig vorausschauend berücksichtigen müssen.

cc. Einige Antragsteller meinen außerdem, das Gutachten könne auch deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es bereits einige Tage vor dem Unternehmensgutachten der und dem Unternehmensbericht fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse.

Auch dies hat keinen Erfolg. Die Wirtschaftsprüfer und haben in der Verhandlung vom 26.6.06 überzeugend erläutert, dass die Prüfung zwar teilweise parallel stattgefunden habe, dass ihnen der Bericht aber so, wie er später abgefasst worden sei, bereits bei der endgültigen Abfassung des Prüfberichts vorgelegen habe.

Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist im übrigen streitig (bejahend OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491, 494; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288, 2289 – RWE-Dea -; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puzskajler, ZIP 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355). Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Das Gesetz verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch eine vom Unternehmen

eingeschaltete eigene Prüferin – eine Maßnahme übrigens, die das Gesetz gar nicht vorschreibt – darf ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und schließlich ist der gerichtliche bestellte Prüfer von Gesetzes wegen gehalten, alle ihm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt.

Gleichwohl hat die Kammer auch in diesem Punkt ihre Praxis ab Anfang 2005 geändert. Die ausgewählten Prüfungsunternehmen werden angehalten, Parallelprüfungen nach Möglichkeit zu vermeiden und den Entstehungsprozess des Gutachtens sehr genau zu erläutern, wenn sich eine Parallelprüfung aus Zeitgründen nicht vermeiden lässt (ähnlich Büchel, NZG 2003, 801ff).

dd. Schließlich wenden einige Antragsteller ein, das Gutachten der sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse der Begutachtung durch

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 327c II 4 mit Verweis auf § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben, ihre Anwendung zu begründen und eine Prüfung vorzunehmen; dagegen wird weder der Prüfungsumfang noch die Prüfungstiefe oder der notwendige Umfang der Darstellung festgelegt. Über die angewendeten Methoden und die Gründe hierfür verhält sich das Gutachten der umfangreich; dass hierbei ersichtlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen aus sachlichen Gründen gleich ausfallen muss. Dass eine Prüfung stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die die Wirtschaftsprüfer und in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 erläuternd hinzuzufügen in der Lage waren.

c. Die Berechnung des Wertes des Unternehmens der RWE-Dea

Die zukünftigen Erträge müssen auf der Basis der Zahlen der Vergangenheit für die Zukunft geschätzt werden.

Hierfür ist zunächst die Ermittlung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse nötig. Die gefundenen Zahlen sind zu bereinigen um Einflüsse, die sich nur einzigartig ereignet haben und voraussichtlich nicht wiederkehren werden (Naturkatastrophen, steuerliche Änderungen, große Anschaffungen oder Veräußerung von Unternehmensteilen u.ä.), um verzerrende Wirkungen früherer Bindungen des Unternehmens (nichtäquivalente Verrechnungspreise im Konzern, Nutzung unternehmensfremden Eigentums zu nicht marktgerechten Preisen etc.) und um sonstige, nicht repräsentative Einflüsse. Außerdem ist zu prüfen, ob die Vergangenheitsperioden untereinander zu gewichten sind (zu vielem Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage 2002, S. 77ff, Standard der Vereinigung der Wirtschaftsprüfer S 1 (IDW S 1), Stand 28.6.2000, Ziffer 108f, OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588f.).

Danach ist zu untersuchen, ob und welche Abweichungen es in der Zukunft voraussichtlich geben wird. Hierzu kommt es auf die Planungen des Unternehmens selbst an, wobei der Umstand, dass es zukünftig nur noch allein dem Hauptaktionär zu Eigentum gehören wird, ebenso außer Betracht zu bleiben hat wie die sich hieraus möglicherweise ergebenden Synergieeffekte; nur die bereits aus der hohen Beteiligung des Hauptaktionärs resultierenden Effekte und jene, deren „Wurzeln“ bereits angelegt sind, dürfen berücksichtigt werden („stand-alone-Bewertung“, „Wurzel-Theorie“, vgl. Großfeld, a.a.O.; IDW-S1 Ziffer 109ff; OLG Düsseldorf, AG 2004, 324 ff.).

aa. Die Unternehmensplanung und ihre Überprüfung

Die Antragsgegnerin hat in ihrem Unternehmensbericht und in dem in ihm wiedergegebenen Gutachten der den Wert der zukünftigen Erträge prognostiziert (Anlage AG 2 S. 52f.). Auf die dortigen Einzelheiten wird verwiesen.

Die Antragsteller erheben gegen die Ansätze eine Fülle von Einwänden (vollständig wiedergegeben im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 31.8.05, Bl. 1020f. der Akte und im Schriftsatz vom 31.3.06, Bl. 1334f. der Akte) und werfen sowohl der RWE-Dea als auch und vor, die Planungszahlen seien nicht hinreichend transparent und die unterlegten Annahmen seien, soweit sie offenbart würden, willkürlich und allesamt zuungunsten des Unternehmenswertes ausfallen.

Der Vorwurf der Antragsteller ist in Teilen berechtigt; weder der Unternehmensbericht mit dem Gutachten noch die Erläuterungen der Antragsgegnerin in ihrer Erwiderung vom 31.8.05 und in ihrem Schriftsatz vom 31.3.06 liefern ein vollständiges Bild von allen Annahmen in Bezug auf die Prognose und deren Plausibilität. Die überwiegende Ursache dieser Unzulänglichkeiten liegt aber nach der Einschätzung der Kammer in dem Geschäftsgegenstand der RWE-Dea selbst. Der Unternehmensbericht und die Geschäftsberichte 2000/2001 bis 2003 (Anlagen Ag 3 bis AG 6) beschreiben anschaulich, dass wesentliche Teile der Tätigkeit der RWE-Dea auf die Suche und den Ausbau von Erdöl- und Erdgaslagerstätten entfallen und dieser Geschäftsbereich wegen der Unsicherheit, ob und wieviel Rohstoffe tatsächlich vorhanden sind, eine unüblich hohe Varianz von Kosten aufweist. Auch die Verkaufserlöse für die geförderten Produkte sind wegen der vielfältigen internationale Verflechtungen, Abhängigkeiten von Transportkosten und Währungsparitäten überwiegend nicht sicher planbar. Dies unterscheidet das Unternehmen fundamental von der Mehrzahl produzierender Gewerbe wie etwa dem Anlagen- und Maschinenbau, den Dienstleistungen und beispielsweise dem Warenhausbetrieb, bei denen sich unternehmerische Entscheidungen wegen eines stetigeren Geschäftsverlaufes eher auf Plausibilität und Sachnähe prüfen lassen. Ohne die Suche und die Exploration der Rohstoffe gänzlich in den Bereich des Glücksspiels rücken zu wollen, muss sich doch die Kritik an unternehmerischen Entscheidungen in diesem Bereich deutlich zurückhalten. Da es hinsichtlich der Investitionsentscheidungen erheblich weniger Kriterien für ein „Richtig“ oder „Falsch“ gibt, müssen die Planungen im Grundsatz so hingenommen werden, wie sie das Unternehmen selbst vorsieht und können Korrekturen lediglich im Fall gänzlich unvertretbarer Annahmen erfolgen. Dies gilt auch für solche Teile der Prognosen, die in ihren Wirkungen vordergründig nicht in erster Linie vom Unternehmen, sondern von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängen wie die Höhe der zukünftigen

Marktpreise für Erdöl und Gas und für die zukünftigen Wechselkurse. Zwar sichert sich die RWE-Dea, wie der Unternehmensbericht beschreibt, teilweise mittels Termingeschäften gegen Verluste in diesen Bereichen ab. Das führt auch zu festeren Planungsdaten, aber eben auch zu nicht unerheblichen Kosten, und die Bedeutung zukünftiger Preisänderungen für die Ertragssituation des Unternehmens wird dadurch nur teilweise relativiert.

Auch die Einholung eines neuen gerichtlichen Gutachtens kann diese relative Unsicherheit für die Entscheidung nicht beseitigen. Jedes neue Gutachten wäre nämlich nur mit den gleichen Unzulänglichkeiten zu haben, sollte es nicht viele Tausend Seiten umfassen und eine Unzahl von Schätzungen und Annahmen unter Heranziehung aufwändigster Recherchen zu immensen Kosten wiedergeben. Das können weder das Gericht noch die Verfahrensbeteiligten leisten und das Verfahren würde sich in nicht mehr zu bewältigender Weise aufblähen und schließlich gänzlich unentscheidbar werden. Die Kammer ist sich sicher, dass eine nennenswert größere Sicherheit für die Überprüfung der Prognose nicht entstünde.

Deshalb muss es das Gericht im vorliegenden Fall mit der Überprüfung der entscheidenden Annahmen bewenden lassen, was im folgenden geschieht.

bb. Das zugrunde gelegte Rechnungslegungssystem

Die Rechnungslegung der RWE-Dea folgte für das Geschäftsjahr vom 1.7.2000 bis 30.6.2001 den Vorschriften des HGB (Anlage AG 3, Anhang, S 72). Mit Rücksicht auf die Richtlinie 83/349/EWG und die Änderung des § 292a HGB wurde für die nachfolgenden Perioden das Rechnungslegungssystem des „International Accounting Standard“ (IAS) verwandt, das ab 2004 als „International Financial Reporting Standard“ (IFRS) bezeichnet wird (vgl. für den 1.7. bis 31.12.2001 Anlage AG 4, Anhang, S. 38; für 2002 Anlage AG 5, Anhang S. 48; für 2003 Anlage AG 6, Anhang, S. 72). Für die Zwecke der Ableitung der zukünftigen Erträge aus den voraufgegangenen Ergebnissen hat , um vergleichbare Grundlagen zu schaffen, die Ergebnisse aus dem Geschäftsjahr 1.7.2000 bis 30.6.2001 an den Standard IFRS angepasst (Anlage AG 2, S. 43).

Die Antragsteller rügen insoweit, dass nicht nur die Rechnungslegung, sondern auch die Unternehmensbewertung nach diesem internationalen Standard erfolgt sei. § 292a HGB eröffne lediglich für bestimmte Unternehmen die rechtliche Möglichkeit, sich durch Erstellung solcher Abschlüsse und Berichte von der Pflicht zu befreien, Abschlüsse und Berichte nach den Vorschriften des HGB vorzulegen. § 292a HGB beziehe sich auch lediglich auf Abschlüsse und Berichte auf Konzernebene, nicht aber auf Einzelabschlüsse und Einzelberichte von Unternehmen. Damit sei keine Befreiung verbunden, die Unternehmensbewertung nach den Vorschriften des deutschen HGB vorzunehmen (Regierungskommission „Deutsche Corporate Governance Codex“, BT-Drucksache 13/9909, Ziffer 7.1.1.); vielmehr müsse es aus verfassungsrechtlichen Gründen bei den Bewertungsregeln nach nationalem Recht bleiben. Wie die Erfahrungen am Beispiel der Bewertung der Fa. Daimler Benz AG aus dem Jahr 1993 (US-GAAP: Verlust von 1.839 Mio. DM, HGB: Gewinn von 615 Mio. DM) zeige, wirke sich die unterschiedliche Bewertung sehr erheblich auf die Unternehmenswerte aus (Epstein/Mirza-Ballwieser-Wiley, Kommentar zur internationalen Rechnungslegung nach IAS/IFRS, 2004, App. B = Ast 2 des Ast 42,

Bl. 749f der Akte; Knoll, EwiR 2005, 287f.; Küting, BB 2005, Heft 47, S. 1 = Bl. 1247 der Akte).

Die Antragsgegnerin dagegen steht auf dem Standpunkt, dass § 327c AktG hinsichtlich der Methoden der Unternehmensbewertung neutral sei und keine Methode vorschreibe. Wenn eine zulässige Methode die Heranziehung der Konzernabschlüsse sei und diese nach § 292a HGB nach internationalen Rechnungslegungsstandards aufgemacht sein dürften, müsse auch die Bewertung anhand dieser Standards zulässig sein. Dies habe auch das HansOLG in dem hier voraufgegangenen Eintragungsverfahren bereits entschieden (OLG Hamburg, 11 W 78/04, NZG 2005, 86, 87 = ZIP 2004, 2288f. = DB 2004, 2805).

Die Kammer hält die Verwendung der auf dem Rechnungslegungsstandard IFRS beruhenden Abschlüsse und Berichte für zulässig und sachgerecht. § 327c AktG legt weder die Methoden der Unternehmensbewertung fest noch wird eine Entscheidung getroffen, mit welchen Rechnungslegungsmethoden die Bewertungsgrundlagen anzufertigen sind; vielmehr ist nach der Grundentscheidung des Gesetzgebers, § 292a HGB so wie jetzt geltend zu fassen, anzunehmen, dass die dort genannten Methoden im Prinzip gleichwertig sind und ein zutreffendes Bild von der Lage der Unternehmung abgeben können (OLG Hamburg, a.a.O.). Wenn gleichzeitig berücksichtigt wird, dass nach der EG-Verordnung vom 11.9.2002 kapitalmarktorientierte Gesellschaften zur Bilanzierung nach dem IFRS verpflichtet sind und dies dem Zweck internationaler Vergleichbarkeit dient (Baumbach-Hopt, HGB, § 292a, Rdn. 3), erscheint auch für Bewertungszwecke die Heranziehung dieser Grundlagen ein zulässiger und vertretbarer Weg.

Dass sich unter Zugrundelegung dieser Berechnungsweise in den Abschlüssen tatsächlich im konkreten Fall oder nach der bisherigen Erfahrung in anderen Fällen ein geringerer Unternehmenswert ergibt, kann bisher nicht festgestellt werden, und legen die Antragsteller auch nicht substantiiert dar (vgl. hierzu auch Vater, StuB 2005, 1031f, hier Anlage AG 12). Deshalb besteht kein Grund, die Wertberechnung nach dem Rechnungslegungsstandard des HGB zu wiederholen.

cc. Die Heranziehung und Bereinigung der Ergebnisse der früheren Perioden

Als Grundlage der Prognose der zukünftigen Erträge hat den Zeitraum vom 1.7.2000 bis zum 31.12.2003 herangezogen, also einen Zeitraum von 3,5 Jahren. Hiergegen richtet sich die Kritik der Antragsteller, die meinen, dieser Zeitraum sei zu kurz, um als Grundlage für verlässliche Vorhersagen zu dienen, und müsse deutlich erweitert werden. Dieser Vorwurf ist nicht berechtigt. Nach den (insoweit nicht protokollierten) überzeugenden Erläuterungen der Wirtschaftsprüfer und in der mündlichen Verhandlungen vom 26.6.06 hätte eine Heranziehung weiterer früherer Perioden zu keinen anderen Ergebnissen geführt.

Ferner richtet sich die Kritik gegen die Bereinigung des Zahlenmaterials. Eine Bereinigung ist erfolgt, um überhaupt über mehrere bereits verstrichene Perioden vergleichbare Zahlen zu erhalten. So wurden z.B. der per 1.3.01 veräußerte Chemiebereich und der per 1.7.02 veräußerte Down-Stream-Bereich (Tankstellen) aus den Ergebnissen von 2000 bis 2002 heraus gerechnet und wurden die Ergebnisse der per August 2001 erworbenen Bereichs Medusa Oil & Gas (Polen)

und der per 1.1.02 erworbenen Highland Energy Group (jetzt RWE-Dea UK) hinzugerechnet (Anlage Ag 2, S. 38/39), um Zahlen für das Firmengebilde zu erlangen, für das ab 2004 eine Prognose zu erstellen war. Diese nur rechnerische Homogenisierung ist entgegen der Ansicht der Antragsteller notwendig, denn ohne sie würden die Planungen ab 2004 auf Ergebnissen gänzlich anderer Unternehmen für die Jahre 2000, 2001, 2002 und 2003 basieren.

Schließlich, so meinen die Antragsteller, müssten ihnen auch die Vorteile zugute kommen, die aus dem Umstand resultierten, dass infolge des Squeeze-Out die Kosten für Hauptversammlungen, umfangreiche rechtliche Beratungen etc. wegfallen werden. Auch insoweit bleiben sie erfolglos. Denn derartige sog. „echte Synergieeffekte“ fallen nur nach der Strukturmaßnahme an und damit erst zu einem Zeitpunkt, in welchem es keine außenstehenden Aktionäre mehr gibt. An ihnen nehmen die ausgeschiedenen Aktionäre nicht teil.

Berücksichtigungsfähig sind lediglich die Vorteile, die sich aus den bereits vor der Strukturmaßnahme vorhandenen und aus dem GuB-Vertrag sowie aus der Mehrheitsbeteiligung selbst resultierenden Einflüssen ergeben, etwa aus der gewachsenen und sich ergänzenden Geschäfts- oder Produktionsstruktur o.ä., wobei darauf Bedacht zu nehmen ist, wie schnell und leicht diese Verbindung lösbar ist, also z.B. mit welcher Frist der GuB-Vertrag kündbar ist. Diese Vorteile sind aber, wie sich dem Unternehmensbericht und dem Gutachten entnehmen lässt, berücksichtigt worden.

dd. Die Annahmen für den zukünftigen Ölpreis

Die Erlöse der RWE-Dea hängen unmittelbar von den Verkaufspreisen für die geförderten Rohstoffe (Erdöl, Erdgas) ab, die zu Beginn der Produktion (Erwerb der Lizenzen, Exploration, Aufschlussbohrungen, Bau der Förderanlagen und Abfüllvorrichtungen etc.) noch nicht bekannt sind.

Die Planung der RWE-Dea beruht auf Annahmen per 7.4.04. Sie prognostizierte für die Jahre 2004 bis 2008 einen durchschnittlichen Verkaufspreis von US\$ 25.- und ab 2009 von US\$ 22.- mit einer jährlichen Steigerung bis 2% bis 2021 und danach von jährlich 3% (gerechnet jeweils auf den international anerkannten Referenzpreis von 1 Barrel Öl der Sorte Brent). Dasselbe Preisverhalten nahm sie wegen der vertraglichen Bindungen an den Ölpreis auch für den Gaspreis an. Unter Berücksichtigung überproportional steigender Explorationskosten prognostizierte sie ein jährliches Wachstum von 1% (Schriftsatz vom 31.8.05 S. 33, Bl. 1052 der Akte).

Die Antragsteller verweisen darauf, dass der Ölpreis bereits am 7.4.04 US\$ 33.- betragen habe, seither beträchtlich gestiegen sei (Anlage 10 zum Schriftsatz der Antragsteller zu 44/62 vom 7.12.05, Bl. 1254 der Akte) und derzeit bei weit über US\$ 50.- liege. Dass der Ölpreis zukünftig erheblich steigen werde, sei bereits am 7.4.04 absehbar gewesen. Es habe einen Beschluss der OPEC gegeben, den Ölpreis nicht wieder unter US\$ 30.- sinken zu lassen und dies ggf. wie bereits in den siebziger Jahren durch Drosselung der Ölproduktion durchzusetzen. Außerdem sei schon 2004 deutlich geworden, dass der Versuch der USA, durch den Irak-Krieg geordnete Verhältnisse in der erdölreichen Golfregion herzustellen, nicht erfolgreich verlaufen würde. Die sich schnell entwickelnden Industrieregionen in Indien und China mit

ihrem immensen Rohstoffbedarf und ihrer steigenden Finanzkraft trügen erheblich zu Preissteigerungen bei und die bisher bekannten Ressourcen seien endlich; bisher gehe man von einer Nutzungsdauer von noch 30 Jahren aus und alle nahe liegenden Förderchancen seien bereits bekannt. Deshalb müsse schon bis 2008 mit einer Steigerung auf US\$ 40.- und danach mit einer Steigerung auf bis zu US\$ 60.- kalkuliert werden. Die Antragsteller fordern insoweit dringend die Einholung erneuten sachverständigen Rates.

Die Antragsgegnerin verweist zunächst einmal darauf, dass es für die Unternehmensbewertung auf den Stand der Prognosen am Stichtag 7.4.04 ankomme und alle danach gewonnenen Erkenntnisse außer Betracht bleiben müssten. Der Durchschnitt der Ölpreise für 1985 bis 2003 habe nur US\$ 20.- (Tabelle im Schriftsatz vom 31.8.05, S. 35, Bl. 1054 der Akte) betragen und die Einschätzung verschiedener im Jahre 2004 veröffentlichter Ölpreisprognosen von Banken und Ölkonzernen (a.a.O. S 36, Bl. 1055 der Akte) seien langfristig von Preisen von unter US\$ 22.- ausgegangen. Die Anfang 2004 höheren Preise basierten auf nicht dauerhaft vorkommenden Sonderfaktoren wie dem Irak-Krieg, den Unruhen in Venezuela und einem besonders kalten Winter in den USA. Zu einer deutlichen Steigerung des Rohölpreises sei es erst Anfang 2005 gekommen, also lange nach dem Stichtag. Weder würden die bekannten Reserven binnen 30 Jahren erschöpft sein noch seien bereits alle Reserven bekannt. Die erhöhte Nachfrage aus den Schwellenländern könne nach den bisher vorliegenden Prognosen zu nur mäßig steigenden Preisen befriedigt werden.

Die sachverständigen Prüfer haben in der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 ergänzend mitgeteilt, sie hätten der Frage der zukünftigen Öl- und Gaspreise bei der Prüfung erhebliches Gewicht beigemessen. Die Antragsgegnerin habe glaubhaft versichert, dass die Produktion für 2004 weitgehend bereits durch Kontrakte im Bereich der angenommenen Erlöse veräußert gewesen sei, so dass Preisanpassungen sich erst ab 2005 auswirken konnten. Sie hätten im übrigen mit der Antragsgegnerin und der die politischen Faktoren, die zu dem damalig höheren Preis geführt hätten (Irak-Krieg etc.) als nicht dauerhaft eingeschätzt und deshalb die Annahmen für vertretbar gehalten.

Die Kammer ist der Auffassung, dass eine für den 7.4.04 eindeutig richtige Prognose nicht feststellbar ist, es sie vermutlich gar nicht gibt. Der Preis für Erdöl und Erdgas hängt nach allgemeiner Erfahrung nicht in erster Linie von den tatsächlichen Förderkosten, sondern von Machtstrukturen im politischen und wirtschaftlichen Bereich ab. Politische Kartelle wie die OPEC steuern die Fördermengen und Abgabepreise, der europäische und der US-amerikanische Mineralölvertrieb sind von Oligopolen beherrscht und sie sind stark mit Produktionsfirmen verflochten. Unter diesen Umständen müssen Prognosen für zukünftige Rohöl- und Erdgaspreise überwiegend spekulativen Charakter haben. Als verlässliche Grundlage für die Bemessung der hier zu beurteilenden Abfindung werden sie nicht taugen.

Die Kammer geht mit dieser misslichen Ausgangslage wie folgt um: Die Vorgehensweise der Antragsgegnerin, die Preise auf der Grundlage des Preisgefüges der letzten 20 Jahre zu kalkulieren, wegen der zum Stichtag höheren Preise für 4 Jahre einen höheren Preis anzunehmen, danach wieder zum Durchschnittspreis zurückzukehren und von da an eine maßvolle Steigerung anzunehmen, erscheint jedenfalls vertretbar und wird daher nicht beanstandet.

Diese Vorgehensweise führt auch zu einem vernünftigen Ergebnis. Der (unten noch zu errechnende) Unternehmenswert weicht etwa 25% von dem am Tage des Squeeze-Out geltenden Börsenkurs und von dem oben begründeten Durchschnittskurs um ca. 33% ab. Der Börsenkurs aber bildete in gewisser Weise auch die Einschätzung der Aktionäre und des Marktes von den zukünftigen Erträgen der RWE-Dea ab; die Marktteilnehmer haben sich gewissermaßen ein eigenes Bild von der zukünftigen Entwicklung des Ölpreises gemacht und dies am Markt kundgetan. Eine Beurteilung des Unternehmenswertes darf sich von dieser Einschätzung nicht allzu weit entfernen.

Allerdings geht die Kammer davon aus, dass die RWE-Dea als Teil derjenigen Unternehmen, die den Verkaufspreis weltweit „politisch“ mit bestimmen, zukünftig jede Steigerung ihrer eigenen Kosten ohne Abschläge weiterzugeben in der Lage sein wird und dass sich ihre Erlöse und Gewinne nicht aus inflationären Gründen schmälern werden. Dieser Aspekt wird im Rahmen der Diskontierung der zukünftigen Erlöse zu berücksichtigen sein (vgl. unten „Wachstumsabschlag“).

ee. Die Annahmen für die zukünftigen Wechselkurse

Das Geschäft der RWE-Dea ist, weil viele ihrer Produktionsstätten im Ausland liegen und die geförderten Rohstoffe überwiegend in US-Dollar gehandelt zu werden pflegen, in besonderer Weise vom Wechselkurs des EURO zum US-Dollar abhängig. Der Unternehmensbewertung durch [] und der Prüfung durch [] liegt die Annahme eines Wechselkurses von € 0,81/1,00 US\$ bzw. 1,23 US\$/1,00 € für 2004 und von € 0,87/1,00 US\$ bzw. 1,15 US\$/€ 1,00 für 2005 f. zugrunde, und zwar, wie die Antragsgegnerin erläutert, für 2004 auf der Grundlage von Bankprognosen und für 2005 f. auf der Grundlage der durchschnittlichen Entwicklung von 1985-2003 (Schriftsatz vom 31.8.05, S. 40f., Bl. 1059 f. der Akte).

Die hiergegen von einigen Antragstellern vorgebrachten Argumente, es müsse angesichts des erheblichen und voraussichtlich dauerhaften Handelsbilanzdefizits der USA mit einem deutlich schwächeren Dollar (um 0,10 US\$ geringer) gerechnet werden, wodurch sich ein erheblich höherer Ertrag ergebe, überzeugen die Kammer nicht. Die Prognose der zukünftigen Entwicklung muss aus der zum Stichtag (7.4.04) möglichen Sicht erfolgen. Die Heranziehung von Bankprognosen für 2004 und des langjährigen Durchschnitts für die Folgejahre ist hierfür naheliegend und überzeugend. Wollte man insbesondere für die fernere Zukunft andere Werte annehmen, könnte dies nur mit allgemeinen wirtschaftspolitischen Erwägungen erfolgen, deren jeweilige Überzeugungskraft gering ist. Die Kursentwicklung der Währungsparität von 1985 bis 2003 lässt auch zwar Schwankungen, aber keine langfristige Tendenz zu Steigerung oder Abfall erkennen (S. 43, Bl. 1062 der Akte).

Deshalb sind die Annahmen zum Wechselkurs nicht zu beanstanden.

ff. Die Prognose für die Jahre ab 2009

[] und [] nehmen für die Jahre ab 2009, also zur Berechnung der sog. „ewigen Rente“ im Grundsatz an, dass sich die für 2008 geplanten Werte für das

betriebliche Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) fortsetzen werden. Sie kommen aber durch erhöhte Abschreibungen (€ 388 Mio. statt € 323 Mio.), durch ein geringfügig schlechteres Finanzergebnis (€ 22 Mio. statt € 20 Mio.) und durch geringfügig höhere Unternehmenssteuern (41% statt 35%) zu einer tatsächlich um gegenüber 2008 ca. 28% schlechteren Erwartung für die ausschüttungsfähigen Beträge (Anlage AG 2, S. 59/60).

Die Antragsteller wenden sich vor allem gegen den Ansatz höherer Abschreibungen und meinen, hier könne es bestenfalls bei einer Fortschreibung der früher geltenden Sätze bleiben, wodurch es zu einem Wert für den EBITDA von € 392 Mio. komme. Hinsichtlich des Finanzergebnisses verweisen sie darauf, dass die RWE-Dea über € 1 Mrd. Vermögen verfüge, das an die Antragsgegnerin ausgeliehen sei. Entweder werde dieses Vermögen – wenn es nicht (s.u.) als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesehen und dem Unternehmenswert zugeschlagen werde - zur Aufstockung der Liquidität verwendet, dann müsse sich das Finanzergebnis deutlich verbessern, oder es werde für Investitionen verwendet, dann sei mit einer Steigerung der Erträge zu rechnen. Dass die Antragsgegnerin keinen dieser Vorteile ansetze, sei nicht begründet und benachteilige die Antragsteller.

Die Antragsgegnerin begründet die Erhöhung der Abschreibungen mit der Erwägung, dass bei dieser Position auf die zukünftig notwendigen Reinvestitionen abzustellen sei. Aufgrund von Erfahrungswerten und empirisch erhobener Daten sei im Up-Stream-Bereich von einem Investitionsvolumen von ca. 7,5 US\$ jährlich pro Barrel Oil Equivalent auszugehen, damit das Fördervolumen stabil gehalten werden könne. Auf der Grundlage einer Fördermenge von 59,4 Mio. Barrel und einem Wechselkurs von 1,15 US\$/1,00 € ergäben sich die angenommenen € 388 Mio. Dass die Antragsgegnerin tatsächlich später in den Jahren 2004 und 2005 nur € 256 Mio. bzw. € 236 Mio. Investitionen erbracht habe, sei ihre freie unternehmerische Entscheidung; für die Bewertung müsse es bei den ermittelten vernünftigen Zahlen bleiben. Hinsichtlich des Finanzierungsbedarfs erläutert die Antragsgegnerin, dass sie bei der Berechnung des Unternehmenswertes zugrunde gelegt habe, dass die an sie ausgeliehenen € 1 Mrd. noch 2004/2005 unter Verzicht auf eine Vorfälligkeitsentschädigung an die RWE-Dea zurück gegeben und dort für Investitionen verwandt würden, so dass die Investitionen erst 2006 kreditfinanziert gerechnet worden seien.

Die gerichtlichen Prüfer haben die Planung der angenommenen Abschreibungen (Investitionen) mit den etwa gleich hohen Vorjahreszahlen gerechtfertigt. Die Verwendung des der Antragsgegnerin gegebenen Darlehens zur Abdeckung von Pensionsverpflichtungen (ca. € 456 Mio.) und Investitionen haben sie mit der Erwägung gerechtfertigt, dass hierdurch eine geringere Fremdfinanzierungsquote und damit in den Folgejahren geringere Fremdkapitalkosten entstünden, was nicht nur zu dauerhaft höheren ausschüttbaren Beträgen, sondern auch wegen der besseren Bonität zu einem – wegen des Beta-Faktors (vgl. unten) - geringeren Kapitalisierungszins führe, was sich erheblich zugunsten der Aktionäre auswirke.

Hinsichtlich der Abschreibungen bzw. der Reinvestitionsrate folgt die Kammer der Ansicht der Antragsteller. Die Antragsgegnerin hat für die Jahre 2000 bis 2003 Reinvestitionen/Abschreibungen von jeweils ca. 35% des EBITDA vorgenommen, hat für die Jahre 2004 bis 2008 mit einer Quote von 46 - 49% gerechnet und will ab 2009 nun 58% mit der Begründung absetzen, dies allein sei die eigentliche notwendige

Reinvestitionsquote, um dauerhaft wettbewerbsfähig zu bleiben. Das leuchtet in keiner Weise ein. Die von der Antragsgegnerin herangezogene Verknüpfung von Investitionen, Materialaufwand und Abschreibungen bzw. Reinvestitionsrate trägt nicht. Die RWE-Dea ist in der Vergangenheit mit geringeren Abschreibungen bzw. Reinvestitionen ausgekommen und hat glänzende Ergebnisse erzielt. Die Planung für die weiteren 4 Jahre kommt mit ähnlichen Quoten aus und errechnet eine substantielle Steigerung des Ergebnisses (von 2004 bis 2008 ca. 30%). Unter diesen Umständen bedürfte es einer besonderen Rechtfertigung, weshalb in der Phase ab 2009 (also dem Bereich, aus dem sich die „ewige Rente“ errechnet) nicht mehr auf die konkrete Unternehmenserfahrungen, sondern auf angeblich weltweit ermittelte durchschnittliche Kosten abgestellt wird. Dies ist weder der Antragsgegnerin noch den Firmen und gelungen. Die von der Antragsgegnerin nach der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 herangezogene Gesamtsumme von Investitionen und Materialaufwand (die angeblich gleich geblieben sei) ist nicht maßgebend. Es kommt vielmehr auf die Gesamtzahlen von Materialaufwand (zur Zusammensetzung vgl. AG 2 S. 56) und Abschreibungen an, die sich von 2004 (€ 678 Mio.) bis 2008 (€ 745 Mio.) ständig erhöhten und für deren weitere Erhöhung im Jahr 2009 (angesetzt € 800 Mio.) keine weiteren Gründe ersichtlich sind. Die Kammer ist daher von einem gegenüber 2008 gleichbleibenden Investitionsvolumen von € 323 Mio. ausgegangen.

Hinsichtlich der Finanzierungskosten folgt die Kammer dem Ansatz der und der . Die sachverständigen Prüfer haben in der mündlichen Verhandlung unter Überreichung einer Übersicht (Bl. 1446c der Akte) die Ansätze näher erläutert und auch überzeugend dargestellt, dass die fiktive Verwendung des Darlehens für die Pensionsverpflichtungen und für kurzfristige Investitionen in 2004 und 2005 die günstigere Alternative war.

Die hieraus folgenden Korrekturen und Ergebnisse können in der diesem Beschluss als Anlage beigefügten Tabelle 2 nachvollzogen werden.

d. Die Bewertung der Unternehmensbeteiligungen

Die RWE-Dea verfügte am 7.4.04 über verschiedene Unternehmensbeteiligungen (Liste in Anlage AG 2 S. 21). Sie sind als betriebsnotwendig eingeschätzt und ihre Ergebnisse sind auf der Ebene der Antragsgegnerin (Teilkonzern) konsolidiert worden, so dass es einer jeweils einzelnen Bewertung nicht bedarf und sie nicht noch gesondert dem Ertragswert hinzuzusetzen sind.

Dasselbe gilt für die dort mit berücksichtigten Grundstücke, die zum Betrieb der RWE-Dea bzw. ihrer Töchter und Beteiligungen als notwendig anzusehen sind.

e. Sonstige dem Barwert hinzuzurechende Positionen

Zu dem Unternehmenswert müssen noch diejenigen Werte des Unternehmens hinzugerechnet werden, die nicht in die Berechnung des Ertragswertes eingeflossen sind. Dazu gehören namentlich diejenigen Unternehmensbeteiligungen und Vermögenswerte, die nicht als betriebsnotwendig angesehen wurden und die sofort veräußert werden konnten oder sollten.

aa. Die Beteiligung an der Fa. Kazgermunai LLP, Kasachstan

An dieser Gesellschaft war die RWE-Dea zu 25% beteiligt.

Die Antragsteller meinen, sie müsse zum betriebsnotwendigen Vermögen gezählt und gesondert bewertet werden. Auf eine (bestrittene) Verkaufsabsicht zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtages könne es nicht ankommen. Die Beteiligung sei 2006 für etwa US\$ 500.000.000.- verkauft worden und müsse 2004 erheblich mehr wert gewesen sein.

Die Antragsgegnerin entgegnet, der Vorstand der Gesellschaft habe sich 2003 zur Veräußerung der Geschäftsanteile entschlossen. Es seien von Januar bis März 2004 konkrete Verkaufsverhandlungen mit der Fa. PetroKazakhstan Inc. geführt worden, die aufgrund des bereits endverhandelten Kaufpreises zu Nettozuflüssen von € 45.000.000.- geführt hätten (Schriftsatz vom 31.3.06, S. 30). In dieser Höhe sind die erwarteten Erlöse in die Planungen aufgenommen worden. Das Geschäft habe sich später zerschlagen, weil die Genehmigung der kasachischen Kartellbehörde nicht habe rechtzeitig erlangt werden können. Auf eine Jahre später erfolgte Veräußerung und deren Konditionen könne es rechtlich nicht ankommen.

Die sachverständigen Prüfer haben berichtet, sie hätten den Vortrag der Antragsgegnerin in tatsächlicher Hinsicht geprüft und für zutreffend erachtet.

Die Kammer folgt insoweit der Bewertung durch [] und []. Wenn tatsächlich, wie durch die Prüfung bestätigt ist, die Planung des Unternehmens einen Verkauf der Beteiligung vorsah, kann sie nicht mehr mit einem Ertragswertanteil in den Unternehmenswert einfließen. Wenn weiter aufgrund der glaubhaften Bestätigungen der sachverständigen Prüfer feststeht, dass bereits Verkaufsverträge endverhandelt worden waren, muss der ausgehandelte Preis angesetzt werden. Anhaltspunkte dafür, dass die RWE-Dea damals ein objektiv schlechtes Geschäft ausgehandelt oder es zu Lasten der Aktionäre nur vorgetäuscht hatte, gibt es nicht. Deshalb braucht die Frage, ob und zu welchem Preis sie sich dann doch 2006 von der Beteiligung getrennt hat, nicht geklärt zu werden.

bb. Die nicht betriebsnotwendigen Grundstücke

Die RWE-Dea und ihre Tochter Caltex Deutschland GmbH verfügten am 7.4.04 über zahlreiche Grundstücke, die nach der Erklärung der Antragsgegnerin sowie und [] nicht betriebsnotwendig waren und deshalb mit ihrem – um die Ertrags- und Einkommenssteuern verminderten - Wert dem oben ermittelten Ertragswert hinzugesetzt wurden (€ 48 Mio. Caltex, € 69 Mio. RWE-Dea, abzüglich Steuern € 44 Mio. ergibt € 73 Mio.).

Die Antragsteller vermuten, dass die Bewertung nur anhand der Buchwerte erfolgt sei, wodurch stille Reserven zu ihren Lasten verborgen worden seien. Dies betreffe insbesondere das wegen seiner Nähe zur Ausbaufäche des Frankfurter Flughafens wertvolle Grundstück der ehemaligen Caltex-Raffinerie.

Die Antragsgegnerin dagegen behauptet, die Bewertung sei anhand der Verkehrswerte erfolgt, die deutlich über den Buchwerten von zusammen nur € 43 Mio. gelegen hätten, und zwar bei den Wohnimmobilien durch Hinzuziehung externer Gutachter, bei den bebauten Immobilien durch eigene Spezialisten und im übrigen unter Heranziehung von Bodenrichtwerten, wobei auch Altlasten zu berücksichtigen gewesen seien; Die Bewertungen seien durch eigene Gutachter der verifiziert worden (Schriftsatz vom 31.3.06, S. 32f.).

In der mündlichen Verhandlung vom 26.6.06 haben überdies die Wirtschaftsprüfer und eine detaillierte Liste mit den von ihnen geprüften Grundstückswerten vorgelegt (Bl. 1446b der Akte) und erläutert, die sich hieraus ergebenden Bewertungen seien im wesentlichen unter Zugrundelegung von Bodenrichtwerten sowie eigenen Recherchen entstanden und lägen um ca. € 20 Mio. über den abbeschriebenen (fortgeführten) Anschaffungswerten.

Auch gegen diese Bewertung hat das Gericht im Prinzip keine Bedenken. Zwar mögen hierin gewisse Unschärfen liegen. Deren Beseitigung würde aber eine Vielzahl von Einzelbegutachtungen nötig machen, die weder bei der Vorbereitung der Strukturmaßnahme noch bei deren Überprüfung zu vernünftigen Kosten und innerhalb vertretbarer Zeit erstellt werden könnten. Außerdem würde sich selbst bei hohen Abweichungen wegen des relativ geringen Umfangs dieser Beteiligungen das Gesamtergebnis nur marginal ändern.

cc. Das an die Antragsgegnerin ausgeliehene Vermögen

Es ist bereits berichtet worden, dass die RWE-Dea per 7.4.2004 über eine Forderung von € 1 Mrd. gegenüber der Antragsgegnerin verfügte. Hierbei handelte es sich um den Erlös aus dem Down-Stream-Verkauf vom 1.7.2002, vom welchem die RWE-Dea einen Betrag von € 1 Mrd. an die Antragsgegnerin als Darlehen vergeben hatte.

Einige Antragsteller meinen, hierbei handele es sich um nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das als umgehend ausschüttbar behandelt und in voller Summe dem Unternehmenswert hinzuzusetzen sei.

Die Antragsgegnerin, die und die sehen dies Vermögen als notwendig an, weil es für Investitionen und zur Abdeckung von Pensionsrückstellungen benötigt werde.

Hierzu wird auf die Ausführungen zu 3.c.ff verwiesen. Die gewählte Finanzierungs konstruktion ist nicht zu beanstanden.

f. Ergebnis

Die sich aus den vorstehenden Ausführungen ergebenden Unternehmenswerte und ihre Abweichungen von den Annahmen der Antragsgegnerin sind aus der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 2 zu ersehen.

4. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

a. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

Der Wert der einzelnen Aktie kann noch nicht aus der Summe der zukünftigen Erträge errechnet werden, weil berücksichtigt werden muss, dass die zukünftigen Erträge erst später anfallen, die Abfindung aber bereits jetzt zu zahlen ist. Die zukünftigen Erträge sind nur mit dem Wert anzusetzen, die die Aussicht auf ihre künftige Zahlung hat. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung) auf den Stichtag, an dem die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschlossen wird (hier: 7.4.04); der sich ergebende Betrag wird der Barwert genannt.

Da es aber eine betriebliche Auswertung der Betriebsergebnisse des laufenden Jahres an diesen Tag zu diesem Stichtag noch nicht geben kann, wird die Abzinsung bis zum Ablauf des letzten bzw. auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres vorgenommen (hier: 31.12.03) und der sich daraus ergebende Betrag wiederum aufgezinst auf den Stichtag (hier: 1.1. – 7.4.04) oder durch – wie hier – unterjährige Abzinsung direkt auf den Stichtag vorgenommen.

Streitig ist nun, mit welchem Zinssatz beide Zinsrechnungen vorzunehmen sind. Aus der Sicht des Hauptaktionärs kann nur die Rendite als Zinssatz maßgebend sein, die er mit dem Unternehmen selbst erwirtschaften kann; also seine eigene Rendite. Aus der Sicht des ausgeschiedenen Aktionärs ist das nicht so eindeutig, denn für ihn ist belanglos, wie der Hauptaktionär die Abfindung aufbringt; aus seiner Sicht kann der Hauptaktionär auch einen Ratenkredit bei einer Bank aufnehmen, der vom Unternehmensergebnis völlig unabhängig ist, wobei es dann auf die Renditeerwartungen der Bank ankäme, die das Darlehen ausreicht. Nach allgemeiner Auffassung ist für den Kapitalisierungszins auf die Sichtweise des Unternehmens abzustellen, und zwar deshalb, weil sich auch der Aktionär beim Erwerb der Aktie von diesem Wert hat leiten lassen und ihm zugemutet wird, eine Ersatzinvestition in einem ähnlichen Geschäftsfeld, also in ähnlichen Aktien zu suchen (risikoäquivalente Alternativinvestition). Dieser grundsätzlichen Festlegung tritt das Gericht aus den genannten Gründen bei.

Ausgehend von dieser Grundüberlegung sind Kriterien zu bestimmen, mit deren Hilfe sich der Kapitalisierungszins möglichst wertungsneutral ergibt.

Dabei hat sich folgende Vorgehensweise durchgesetzt: Zunächst wird ermittelt, welche Verzinsung sich bei einer risikofreien oder nahezu risikofreien Geldanlage erzielen lässt (Basiszins). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktrisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt wird (sog. Allgemeine Marktrisikoprämie) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab-, oder Zuschläge vorzunehmen sind (sog. Beta-Faktor).

Mit dem so gefundenen Ergebnis kann der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden errechnet werden. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden (der wegen der Annahme einer unbegrenzten Unternehmensdauer die „ewige Rente“ genannt wird) gilt im Grundsatz dasselbe, allerdings muss noch

berücksichtigt werden, dass der dort zugrunde gelegte Ertrag zunächst mit dem Nominalwert, also nicht laufend steigend, sondern als statisch angenommen wird. Das entspricht nicht der Realität, weil im allgemeinen die Erträge nominell steigen werden, denn es darf oft angenommen werden, dass das Unternehmen in der Lage ist, zumindest die Folgen der inflationären Geldentwertung an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn aber zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.)

b. Der Basiszins

Erstes Ziel der Ermittlung ist also der Basiszins, nämlich der vermutliche Zins für fest verzinsliche und praktisch risikolose Geldanlagen in der Zukunft.

aa. Die hierzu vertretenen Meinungen gehen weit auseinander. Am ehesten besteht noch Übereinstimmung darin, dass als risikoloseste Geldanlage Anleihen des deutschen Staates, der deutschen staatlichen Sondervermögen und der Staaten des europäischen Auslands angesehen werden.

bb. Die Antragsteller stehen mehrheitlich auf dem Standpunkt, es müssten möglichst langfristige Titel zum Vergleich herangezogen werden und es müsse auf deren aktuelle Zinshöhe abgestellt werden. Eine 30jährige Bundesanleihe sei im April 2004 mit Zinssätzen unter 4,5% gehandelt worden, 10jährige Titel hätten nur Renditen von unter 3,65% erbracht. Der Basiszins könne daher nicht höher angenommen werden.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen meint, in solch langfristigen Festlegungen liege wegen des praktisch nicht übersehbaren fernen Risikos der Abweichung vom dann aktuellen Zins eine derart große Unsicherheit, dass sie aus guten Gründen nur relativ selten gewählt würden; ein Häufungspunkt liege dagegen auf 10jährigen Titeln (2004: ca. 4,2%), die daher eher repräsentativ seien. Zudem dürfe nicht auf den aktuell angebotenen Zins abgestellt werden. Vielmehr müsse einkalkuliert werden, dass das Geld mehrfach wieder angelegt werde und der im Wiederanlagezeitpunkt aktuelle Zins ungewiss sei; deshalb müsse auf einen im langjährigen Vergleich ermittelten Durchschnittswert abgestellt werden. In den letzten 30 Jahren habe es mehrere Zinszyklen gegeben; als Durchschnittswert seien 7% festgestellt worden. Deshalb erscheine die Empfehlung des Ausschusses für Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1) zutreffend, der 2004 die Anwendung eines Basiszinses von 5,5% für zutreffend gehalten habe.

dd. Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es eineindeutige Lösungen und auch keine zwingende rechtliche und/oder betriebs- oder volkswirtschaftliche Ableitung gibt und sieht auch keine Möglichkeit, durch Einholung eigener Gutachten oder Stellungnahmen weitere Klarheit zu schaffen. Daher ist der zugrunde zu legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO, vgl. BayOLG, AG 2006, 41ff). Das Gericht neigt der Ansicht zu, dass dem Zeitpunkt des Aktienentzugs und dem dann aktuellen Zinssatz für langfristige Anleihen eine vordringliche Bedeutung zukommt, sofern es sich nicht ersichtlich um Spitzen der Zinszyklen handelt. Die zur Zeit angebotenen Zinssätze sind bereits seit längerer Zeit stabil, was auf die Einführung des EURO und der Europäischen Zentralbank und die von den

EU-Verträgen verlangte Währungsstabilität zurückzuführen und ein erklärtes politisches Ziel ist. Deshalb schätzt das Gericht den Basiszins auf 5%. Dies deckt sich auch mit der neueren Einschätzung des IDW.

c. Die allgemeine Marktrisikoprämie

Im zweiten Schritt ist zu ermitteln, welche durchschnittlich höhere Rendite sich mit Aktien erzielen lässt.

aa. Hierzu besteht zunächst einmal Einigkeit darüber, dass sich die Rendite von Aktien nicht nur aus Dividenden („Zinsen“) (bzw. bei Bestehen eines GuB-Vertrages aus Ausgleichszahlungen), sondern auch aus Kursveränderungen errechnet, weil Kursveränderungen durch Verkauf realisiert werden und zu einem Gewinn/Verlust führen können, der – umgelegt auf die Besitzzeit der Aktie – die Rendite erhöhen oder herabsetzen kann. Erheblicher Streit besteht aber sowohl über die Frage, welche Aktien zum Vergleich heranzuziehen seien, als auch um den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld., a.a.O., S. 122 ff.).

bb. Die Antragsteller verweisen auf Studien des Deutschen Aktieninstituts (Studien 2004, Heft 26.; Marktrisikoprämien zwischen –1,25% und +5,8%), auf aktuelle Einschätzungen deutscher Kreditinstitute (Deutsche Bank: 2,5 - 4,5%) und Lebensversicherungen: ca. 3%) sowie auf wissenschaftliche Untersuchungen (Stehle vor 2003: 2,6%; Ballwieser, Wpg 2002, 736, 739: weniger als 3%) und zahlreiche bereits ergangene Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585: 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405: 1,5%; BayOLG, AG 1996, 127, 129: 0,6%;, OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401: 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280: 1%) und meinen deshalb, der Ansatz von 5% sei völlig unvertretbar. Würde mit dieser Marge etwa der DAX fortgeschrieben, ergäben sich gänzlich unrealistische Werte. Die Marktrisikoprämie könne deshalb allenfalls 2% betragen.

cc. Die Antragsgegnerin entgegnet, der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer spreche sich in den – für Wirtschaftsprüfer quasi bindenden – Verlautbarungen für die Verwendung von Marktrisikoprämien von 4%-6% aus. Nach den von ihr herangezogenen wissenschaftlichen Untersuchungen auf der Grundlage historischer Zeitreihen werde dieser Wert bestätigt (geometrisches Mittel bei Birnberg 1991 [1954-1988]: 5,3%, bei Conen/Väth 1993 [1949-1992]: 6,8%; Stehle/Harmond 1991 [1954-1988]: 4,6%; Stehle 1999 [1975-1999]: 5,5%; Stehle 2004 [1955-2003]: 7%; zu allem Widmann/Schieszl/Jerimin, FinanzBetrieb 2003, 800, 804f. – hier AG 9).

Die von den Antragstellern herangezogenen Werte von 0,5-2% hätten sich aus einer mit der jetzigen Bewertung nicht vergleichbaren Vorgehensweise ergeben: damals seien Risiken sowohl bei der Ermittlung der Nettoüberschüsse als auch im Zinssatz erfasst worden; die Risikozuschläge im Zinssatz seien dann zwangsläufig geringer als bei der Diskontierung eines „risikoneutralen“ Erwartungswerts der Überschüsse (vgl. etwa zur früheren Berechnungsmethode OLG Stuttgart, AG 2000, 428, 432; zur neuen Methode OLG Stuttgart, AG 2004, 271, 275; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 333 u.a.). Die vorliegende Unternehmensbewertung berücksichtige die Risiken vornehmlich im Bereich des Kapitalisierungszinses. Eine Bezugnahme auf eine hypothetische Entwicklung des DAX sei in diesem Zusammenhang irreführend.

dd. Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Gutachtern, auf die sie sich stützt, bei. Die von den Antragstellern zitierten Ansichten in der Literatur und Entscheidungen beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Im vorliegenden Fall ist dies nicht oder nahezu nicht der Fall. Die Vertreter der Abfindungsprüferin haben in der Verhandlung vom 26.6.06 eindringlich dargestellt, dass die die speziellen Risiken dieses Unternehmens erst bei der Anpassung der allgemeinen Marktrisikoprämie an die speziellen Verhältnisses des Unternehmens vorgenommen worden seien.

Deshalb hält das Gericht den herangezogenen Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie von 5% für nachvollziehbar und zutreffend. Er deckt sich im übrigen, wenn er durch den nachfolgend diskutierten Betafaktor relativiert wird, ziemlich genau mit den Annahmen der Antragsteller.

d. Der Betafaktor

Der so gefundene Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie muss nun, um eine der früheren Kapitalanlage vergleichbare Investition kalkulatorisch nachzuvollziehen, um einen dem Unternehmen angepassten Faktor ergänzt werden.

aa. Die Methoden der Beurteilung der Risikostruktur sind streitig. Allen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass bei der Risikoeinschätzung nicht auf die Meinung des Unternehmens selbst abgestellt werden kann; maßgebend sind lediglich Einschätzungen Dritter. Dabei werden ganz unterschiedliche Kriterien herangezogen, zum Beispiel veröffentlichte Meinungen von Rating-Agenturen, die Höhe der von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, a.a.O., S. 130ff).

Die am weitesten verbreitete und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abstellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen im Vergleich zu gleichzeitigen Kursänderungen vergleichbarer Unternehmen sind, desto risikoreicher ist die Aktie; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm eingeschätzt, wenn sie wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., S. 136). Dieser – Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden Unternehmens zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit >1 , wenn es als risikoreicher angesehen wird und <1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht. Der Wert für die Antragsgegnerin betrug nach den Angaben des Vorstands der RWE-Dea in der Hauptversammlung vom 7.4.04 zu diesem Zeitpunkt 0,3 (Bericht der GSC Research GmbH S. 3, vorgelegt von der Antragstellerin zu 39 als Anlage 3 zu ihrem Antrag vom 23.1.05, Bl. 598 der Akte).

bb. Die Antragsteller meinen, eine Korrektur durch den Beta-Wert scheidet bereits aus grundsätzlichen Erwägungen aus. Den unternehmerischen Risiken stünden

gleichwertige Chancen gegenüber und es gehe nicht an, den Unternehmenswert an den zukünftigen Risiken zu messen und die zwangsweise ausscheidenden Aktionäre nicht an den Chancen zu beteiligen. Jedenfalls müsse es bei dem konkret ermittelten Wert bleiben. Dass der Kurs dieser Akte nicht stark geschwankt habe, beruhe eben auf der Einschätzung der Börse über ihre relative Risikolosigkeit. Diese Einschätzung sei angesichts des bestehenden GuB-Vertrages auch berechtigt gewesen. Die Heranziehung von Beta-Werten von Unternehmen einer sog. Peer-Group sei weder nötig noch nachvollziehbar, da weder die Unternehmen mitgeteilt noch eine Vergleichbarkeit nachgewiesen sei.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens. Auf den für die RWE-Dea tatsächlich festgestellten Wert könne es jedoch nicht ankommen, weil nur 0,5% der Aktien überhaupt handelbar gewesen seien und nur so geringe Umsätze getätigt worden seien, dass aus ihnen keine aussagefähigen Werte ermittelt werden könnten. Außerdem werde die Volatilität gerade dieser Akte maßgeblich davon bestimmt, dass ein GuB-Vertrag bestanden habe, der das Risiko des Kapitalverlustes in engen Grenzen gehalten habe. Heranzuziehen seien Daten anderer vergleichbarer Unternehmen („Peer-Group“). Diese Unternehmen und die für sie geltenden – und zur Prüfung angepassten – Werte (Liste im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 31.8.05 S. 77-79, Bl. 1096f. der Akte) gäben die wahre Risikostruktur wieder. Deshalb sei der Wert mit 0,5 anzunehmen.

dd. Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Ertragserwartung des konkreten Unternehmens abstellen sollte und hält es daher im Grundsatz für zutreffend, dass die allgemeine Risikoprämie um einen unternehmensbezogenen Faktor korrigiert wird. Nicht überzeugend ist allerdings, bei der Bestimmung der konkreten Risiken lediglich auf die Volatilität der Aktien abzustellen. Die Behauptung, börsliche Kursschwankungen seien Ausdruck sich ändernder Risikoeinschätzungen, ist schon an sich bedenklich; maßgebend dürften vielmehr in erster Linie sich ändernde Renditeerwartungen sein, die aber mit der Frage, wie risikobehaftet die Aktienanlage auf Dauer ist, nur marginal zu tun hat. Außerdem ist im vorliegenden Fall bei der Risikoeinschätzung das Bestehen des GuB-Vertrages zu berücksichtigen, aber auch dessen Kündbarkeit.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund eineindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Die weitere Aufklärung erscheint ebenfalls nicht möglich. Insbesondere ist keine Möglichkeit ersichtlich, durch Einholung weiterer Gutachten oder empirischer Untersuchungen Klarheit zu gewinnen, weil alle herangezogenen Methoden zu viele wertende Elemente enthalten. Deshalb muss das Gericht selbst eine wertende Betrachtung und eine Schätzung vornehmen (§ 287 ZPO).

Hierbei erscheint der auf das CAPM zurück gehende Ansatz, eine durchschnittliche Risikoerwartung mit 1 zu definieren, geringere Risiken mit geringeren Werten bis zu 0 (für eine gänzlich risikolose Anlage) und höhere Risiken mit höheren Werten abzubilden, ein gangbarer Weg. Der tatsächlich festgestellte Wert von 0,3 ist bereits

deshalb nur ein Anhaltspunkt, weil – wie die Antragsgegnerin zutreffend nachweist – das Handelsvolumen zur Herleitung gesicherter Erkenntnisse zu gering war. Bei der Abwägung fallen insbesondere folgende Argumente ins Gewicht: Die RWE-Dea ist ein sehr alt eingesessenes Unternehmen, dem schon ohne Rücksicht auf seine aktuelle Wirtschafts- und Ertragslage ein großes überkommenes Vertrauen entgegen gebracht wird. Sie ist mit wenigen anderen Unternehmen mit der Ausbeutung von heimischen Bodenschätzen befasst, bei denen politische Risiken und globale Gefährdungen eine weit geringere Rolle spielen als bei anderen Unternehmen im gleichen Rohstoffsektor. Die Investitionen in risikoreichere Ausbeutungsstätten hielten sich – verglichen mit anderen Unternehmen - in Grenzen, versprachen aber hohe Gewinnaussichten. Das Gericht schätzt daher den Faktor, mit dem die allgemeine Marktrisikoprämie auf die RWE-Dea konkretisiert wird, auf 0,5.

e. Die Steuern

Aus den vorstehenden Ausführungen ergibt sich nach Addition des Basiszinses mit dem um den Beta-Faktor veränderten allgemeinen Marktrisikoprämie ein Zinssatz von 7,5 % (gegenüber der Bewertung durch \dots und \dots mit 8%). Hierbei handelt es sich um einen Brutto-Zinssatz. Er berücksichtigt also noch nicht, welche Steuern derjenige zu zahlen hat, dessen Aktienanlage eine solche Rendite erbringt. Der Aktionär, dessen Aktien der Hauptaktionär zwangsweise aufkauft, muss aber, bevor er den Erlös wieder anlegt, hierauf seine persönlichen Steuern entrichten, so dass er im Ergebnis in Höhe der Steuern einen Schaden hat. Um dies zu vermeiden, muss die Steuer dem Abfindungsbetrag hinzugerechnet werden.

Dies geschieht nach überwiegender Meinung (Großfeld, a.a.O. S. 141f; IDW S 1, Ziffer 51f.; a.A. Hennrichs, ZHR 164, 453) dadurch, dass der Bruttozinssatz um den persönlichen Steuersatz ermäßigt wird; dadurch erhöht sich – weil sich der Abzinsungsfaktor verringert – die Gesamtsumme des zu zahlenden Barwerts der zukünftigen Überschüsse, und zwar genau um das Maß der jeweils zukünftig zu zahlenden Steuern.

Die Höhe der Ertragssteuern der Aktionäre ist natürlich höchst verschieden, je nachdem, ob es sich um Kapitalgesellschaften oder um private Anleger handelt. Da es aber nicht um den konkreten Aktionär geht, sondern um eine durchschnittliche und für alle gleiche Steuerlast, erscheint es gerechtfertigt, mit der herrschenden Meinung von einer typisierten Einkommenssteuer von 35% auszugehen.

f. Der Wachstumsabschlag

Es ist bereits dargestellt worden, dass der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden unter Einschluss der Steigerung der Erlöse infolge der zu erwartenden Inflation errechnet wird. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden („ewige Rente“, hier: ab 2009) wird mit dem Nominalwert gerechnet, so dass die Folgen der inflationären Geldentwertung noch zu berücksichtigen sind. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.). Es ist also ein

Abschlag von dem Zinsfaktor vorzunehmen in dem Maß, wie es dem Unternehmen mutmaßlich gelingt, inflationsbedingte Kostensteigerungen wertgleich an seine Abnehmer weiter zu geben (OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Die Antragsteller prognostizieren, dass die RWE-Dea in Zukunft jederzeit in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen und meinen daher, unter Berücksichtigung einer zukünftigen durchschnittlichen Inflation von 2% müsse ein Wachstumsabschlag von wenigstens 1,5 bis 2% vorgenommen werden. Die Unternehmensleitung der RWE-Dea habe geplant, die Umsätze um 4% jährlich auszuweiten; damit vertrage sich ein Abschlag von nur 1% nicht.

Die Antragsgegnerin dagegen verweist darauf, dass auf der Grundlage der Prognose steigender Ölpreise, aber auch überproportional steigender Such- und Explorationskosten ein nachhaltiges Wachstum nur eingeschränkt möglich sei. Deshalb müsse es bei dem angesetzten Wachstumsabschlag von 1% bleiben, den auch die Abfindungsprüferin nach näherer Erläuterung für plausibel gehalten habe.

Die Kammer hat anhand der Mitteilungen der Beteiligten erneut die Überzeugung gewonnen, dass es eindeutige Lösungen dieser Frage nicht gibt und zuverlässigere Erkenntnisse über die zukünftig mögliche Kostenüberwälzungsquote der RWE-Dea nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO (BayOLG, AG 2006, 41f.).

Von den Faktoren, die die allgemeine Teuerungsrate zukünftig maßgeblich beeinflussen werden (weltweite Steigerung der Rohstoffpreise etc.) ist die RWE-Dea als Pächterin oder Eigentümerin eigener Rohstoffquellen deutlich weniger abhängig als das produzierende Gewerbe. Der überwiegende Anteil der Produkte der RWE-Dea sind Gas und Öl und diese werden überwiegend als Treib- und Heizstoff von allen Teilen der Bevölkerung und der Industrie verwandt. Die Anzahl der Hersteller und Vertreiber dieser Produkte ist durch Zusammenschlüsse und Übernahmen in den letzten Jahren stark zurückgegangen und der Markt jetzt einem Oligopol ähnlich. Die Kammer weiß aus eigener Kenntnis, dass alle Mineralölfirmen in Deutschland ihre Verkaufspreise den internationalen Einkaufspreisen tag- und stundengenau anzupassen pflegen ohne Rücksicht darauf, ob sie noch verkaufsbereite Vorräte haben oder nicht. Dass die RWE-Dea zukünftig nicht in der Lage sein könnte, auch bei höheren Inflationsraten die dadurch bewirkten Kostensteigerungen stets zu überwälzen, kann sich das Gericht nach den Erfahrungen aus der Vergangenheit schlechterdings nicht vorstellen.

Die Antragsgegnerin meint nun, ein Wachstumsabschlag müsse auch dann entfallen, wenn das Unternehmen zwar die inflationsbedingten Mehrkosten stets ungeschmälert an seine Abnehmer weitergeben könne, aber in der Zukunft nicht mehr wachse. Auch das hat keinen Erfolg. Die Antragsgegnerin unterstellt nämlich selbst eine Steigerung des Ölverkaufspreises von 2009 an um 2% jährlich und ab 2021 um 3% jährlich (Antragserwiderung vom 31.8.05, Bl. 1052 der Akte), woraus ein Wachstum folgt.

Die Antragsgegnerin weist im übrigen darauf hin, dass bei angenommener Ausweitung des Geschäftsvolumens jeweils ein Teil des Ertrags zur Stärkung des Eigenkapitals verwendet werden müsse (sog. wachstumsbedingte Thesaurierung),

damit das Unternehmen kreditwürdig bleibe und marktgerechte Zinsen erhalten könne. Sie habe dies bereits bei der Annahme des Wachstumsabschlages von 1% berücksichtigt; dieser Wert entspreche ohne die Thesaurierung einem Wachstumsabschlag von 2,2%. Dem folgt die Kammer nur teilweise. Dass ein Unternehmenswachstum mit einer Ausweitung des Eigenkapitals einher gehen muss, wenn das Unternehmen dieselben Finanzierungsstrukturen erhalten will, ist zutreffend und die darin liegende Einschränkung der Vollausschüttungshypothese muss von den ausscheidenden Aktionären auch hingenommen werden. Allerdings bedarf es einer Eigenkapitalvermehrung nur um selben Umfang wie die Umsatzausweitung. Die Auswirkung auf den Wachstumsabschlag ist erheblich geringer als die Antragsgegnerin meint.

Deshalb erscheint die Annahme eines Wachstumsabschlages von nur 1% nicht überzeugend. Das Gericht schätzt vielmehr bei Berücksichtigung einer durchschnittlichen Inflation den Wachstumsabschlag auf 2%.

5. Die Verminderung des Unternehmenswertes während des GuB-Vertrages

a. Einige Antragsteller meinen, die Abfindung müsse noch erhöht werden, weil sich der Unternehmenswert seit dem Abschluss des GuB-Vertrages am 3.4.89 vermindert habe. Sie verweisen darauf, dass die RWE-Dea in den Jahren seit 2000 mehrere gewichtige Teile ihres Geschäftsbetriebes veräußert habe, und zwar die Fa. Bergmann GmbH (Februar 2003), die Fa. Condea Chemie (1.3.01) und das gesamte sog. Down-Stream-Geschäft (vor allem die Tankstellen, 1.7.02), wobei zu vermuten sei, dass hierbei keine marktgerechten Preise vereinbart worden seien und sich die Antragsgegnerin, soweit die Verkäufe an sie selbst erfolgt seien, bereichert habe. Dies sei zum einen verfassungsrechtlich unzulässig, zum anderen verstoße es gegen EU-Recht; Art. 42 der 2. Kapitalmarktrichtlinie 77/91 vom 13.12.76 sehe nämlich vor, dass nur der Gewinn ausschüttungsfähig sei, und eine Ausschüttung müsse zugunsten aller Aktionäre erfolgen. Deshalb bedürfe es der Aussetzung des Rechtsstreits und der Vorlage an das BVerfG sowie an den EuGH.

b. Die Antragsgegnerin meint, solche Ansprüche seien bereits prinzipiell ausgeschlossen, weil der GuB-Vertrag die Ausschüttung von stillen Reserven erlaube und verfassungsrechtliche Bedenken nicht bestünden. Im übrigen sei es die Antragsgegnerin selbst gewesen, die der RWE-Dea die Vermögenswerte verschafft habe, die nachher an sie ausgeschüttet bzw. ausgelegt worden seien. Auch sei diese Veräußerung ein Grund dafür gewesen, die Abfindung von dem festgestellten Unternehmenswert von € 222,77 auf € 296.- zu erhöhen; auf solche Weise komme den außenstehenden Aktionären jedenfalls ein Teil dieses Erlöses zugute.

c. Eine unzulässige Gewinnausschüttung an den Hauptaktionär kann im Grundsatz nicht nur Schadensersatzpflichten gegen den Vorstand des beherrschten Unternehmens, sondern auch Rückzahlungspflichten aufgrund des GuB-Vertrages gegen den Hauptaktionär auslösen (MüKoAktG-Altmeppen, AktG, § 301 Rdn. 23 mwN.) Diese müssten, sofern sie denn realisierbar wären, entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin sehr wohl bei der Bewertung des Unternehmens mit in die Berechnung eingestellt werden.

Dass die Verkäufe aber unzulässig waren oder der aus ihnen erzielte Gewinn in der RWE-Dea hätte verbleiben müssen, gibt das AktG nicht her. Vielmehr stellen die §§ 300ff AktG eine abschließende Regelung der Grenzen dar, die dem beherrschenden Unternehmen bei der Gewinnabführung zugunsten des beherrschten Unternehmens gezogen sind. Hierin ist genau geregelt, welche Gewinne abgeführt werden dürfen und welche nicht. Insbesondere enthält das AktG keine Verpflichtung des beherrschenden Unternehmens, den Unternehmenswert des beherrschten Unternehmens für die Dauer des GuB-Vertrages zu erhalten. Die darin tatsächlich liegende Gefährdung der durch Art. 14 GG geschützten Interessen der Minderheitsaktionäre können sie selbst durch Annahme des Abfindungsangebots zu Beginn des GuB-Vertrages abwenden. Wer sich aber für den Verbleib im Unternehmen (und den Erhalt der fest zugesagten Erträge) entscheidet, kann den weiteren Schutz des Art 14 GG nicht für sich beanspruchen (BVerfG, DB 2003, 2380, 2381; zu Einzelheiten vgl. auch MüKoAktG-Altmeppen, AktG, § 291 Rdn. 58ff., § 301 Rdn. 35 mwN.).

Eine – unregelte – Grenze mag sein, dass bei Ende des Unternehmensvertrages kein Unternehmen zurückgelassen werden darf, das überschuldet oder allein nicht überlebensfähig ist (MüKoAktG-Altmeppen, a.a.O., Rdn. 69) oder bei dem das Grundkapital nicht erhalten ist (Hüffer, AktG, § 324 Rdn. 7; MüKoAktG-Grunewald, § 324 Rdn. 7). Diese Fälle liegen aber nicht vor, da auch nach der Darstellung der Antragsteller ein beträchtlicher Unternehmenswert verblieben ist.

Dahinstehen kann es nach diesem Ergebnis auch, ob die Verkäufe der Betriebsteile der RWE-Dea zu marktgerechten Preisen erfolgten. Denn wären sie zu höheren Preisen erfolgt, bliebe dies für die Aktionäre ohne Auswirkungen, weil ein höherer Preis als Gewinn der RWE-Dea auszuweisen und aufgrund der Regelungen des GuB-Vertrages an die Antragsgegnerin abzuführen gewesen wäre; die Aktionäre hätten auf diesen Mehrerlös keinen Anspruch gehabt.

Der Aussetzung des Rechtsstreits und der Vorlage an das BVerfG und/oder den EuGH bedarf es unter diesen Umständen nicht.

6. Das Schicksal und die Auswirkungen des GuB-Vertrages

Mit Eintritt der Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses endet das Bezugsrecht der Aktionäre aus dem GuB-Vertrag vom 3.4.89. Ungeklärt ist, ob der Wegfall dieses Bezugsrechts von € 9,20 jährlich pro Aktie ein eigenes Kriterium für die Bemessung der Abfindungshöhe ist. Zweifelhaft ist dies deshalb, weil der GuB-Vertrag mit einer Frist von 6 Monaten zum Ende des Kalenderjahres kündbar war.

Diese Frage kann dahinstehen, denn die überzeugenden Darlegungen der im Bericht der Antragsgegnerin (AG 2 S. 65f.) weisen nach, dass sich aus der Diskontierung dieser zukünftigen Erträge kein höherer als der oben gefundene Wert ergibt.

7. Das Ergebnis

Im Ergebnis ergibt sich so ein Wert der RWE-Dea, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte von € . Bei insgesamt 13.440.000 Aktien ergibt das einen Wert von € 402,15 pro Aktie. Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus der diesem Beschluss als Anlage beigefügten Tabelle 2.

D. Die Bankgarantie

Der Antragsteller zu 40 beanstandet, dass die Garantieerklärung der Dresdner Bank vom 5.2.04 (AG 2, S. 71) sich nur auf die von der Hauptversammlung vom 7.4.04 beschlossene Abfindung von € 296.- pro Aktie beziehe, nicht aber auch auf die im Spruchverfahren ggf. höher festgesetzte Abfindung. Sein Vorbringen kann so verstanden werden, als beanspruche er, die Antragsgegnerin zu verpflichten, eine solche höhere Bankgarantie zu stellen.

Es kann dahinstehen, ob dieses Begehren überhaupt noch im Verfahren über die Höhe der Barabfindung berücksichtigt werden kann oder ausschließlich im – hier bereits rechtskräftig abgeschlossenen – Anfechtungsverfahren vorgebracht werden konnte. Denn in der Sache ist das Begehren unbegründet, weil es im Gesetz keine Stütze und im Grundgesetz keine verfassungsrechtliche Grundlage findet (BGH ZIP 2005, 2107f. = AG 2005, 921 = NZG 2006, 117).

E. Die Begründung der Nebenforderung – Die Verzinsung

Die Anordnung über die Verzinsung folgt aus § 327b II AktG.

Sie hat bereits in diesem Beschluss zu erfolgen, obwohl dieser noch keinen Vollstreckungstitel darstellt und der Aktionär seine aus diesem Beschluss folgenden Ansprüche bei nicht freiwilliger Zahlung erst vor dem ordentlichen Gericht einklagen müsste (MüKoAktG-Volhard, § 11 SpruchG Rdn. 3,4 m.w.N.). Denn Gegenstand dieser Entscheidung ist die vollständige Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung, die ohne ihre Begleitumstände, also insbesondere deren Fälligkeit und Verzinsung, nicht vollständig geschehen könnte (a.A. offenbar OLG Hamburg, DB 2002, 521ff mit der Bemerkung, der Zinsausspruch habe nur deklaratorischen Charakter).

Nach § 327b II AktG ist die Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.

Die Eintragung in das Handelsregister erfolgte am 19.10.04. Die Bekanntmachung erfolgte am 22.10.04 im elektronischen Bundesanzeiger, am 26.10.04 im Bundesanzeiger und am 3.11.04 im „Hamburger Abendblatt“. Abzustellen ist auf die letzte notwendige Eintragung, denn erst die Bekanntmachung in allen notwendigen Blättern hat die Bekanntmachung zur Folge, § 10 II HGB. Die Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und im Hamburger Abendblatt waren notwendig, denn nach § 10 I HGB ist die Eintragung im Bundesanzeiger und in einem weiteren Blatt bekannt zu machen.

Die Antragsteller meinen, die Verzinsung müsse nicht erst ab der Bekanntmachung der Aktienübertragung (hier: 3.11.04), sondern bereits ab dem Übertragungsbeschluss (hier: 7.4.04) erfolgen. § 327b II AktG verlange eine Abfindung, die „die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtige“. Werde diese Abfindung erst später gezahlt, laufe dies auf die Gewährung eines zinslosen Darlehens durch die Minderheitsaktionäre hinaus, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht hingenommen werden könne.

Dem folgt das Gericht nicht. Die gesetzliche Regelung ist eindeutig. Das Verfassungsrecht gebietet nicht, die Regelung ganz oder teilweise für unwirksam zu halten oder gegen sie zu entscheiden. Zwar kann von der Beschlussfassung bis zur tatsächlichen Übertragung durchaus (z.B. wegen der Anhängigkeit einer Anfechtungsklage und/oder einem Streit über die Eintragungspflicht mit dem Registergericht) eine längere Zeit vergehen, in welchem die Aktionäre weder an einer Kurssteigerung der Aktie teilnehmen noch eine Verzinsung erhalten. Sie sind aber, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, in diesem Zeitraum noch berechtigt, Dividende bzw. in diesem Fall die jährliche Ausgleichszahlung nach dem GuB-Vertrag zu beziehen; die Gewährung einer Verzinsung würde auf eine doppelte Nutzungsziehung hinauslaufen. Wird in diesem Zeitraum keine Dividendenzahlung bzw. Ausgleichszahlung fällig und beruht die Verzögerung der Eintragung auf Umständen, die der Hauptaktionär zu vertreten hat, kommen Schadensersatzansprüche nach den §§ 280ff BGB in Betracht (MüKoAktG-Grunewald, § 327b Rdn. 12). Dass der Gesetzgeber für den Fall, dass der Hauptaktionär die verzögerte Eintragung nicht zu vertreten hat und auf spätere Kursänderungen keine Rücksicht mehr genommen wird, keine Anpassung der Abfindung oder eine Verzinsung angeordnet hat, erscheint bei Abwägung der beiderseitigen Eigentumsgewährleistungen des Art. 14 GG nicht zu beanstanden (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, AG 2004, 212; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146; OLG Hamburg, NZG 2003, 978 und NZG 2005, 86 – RWE-Dea -; OLG Köln, BB 2003, 2307).

F. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

I. Die Kostenentscheidung

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 II 1 SpruchG; die gerichtlichen Kosten hat hiernach die Antragsgegnerin zu tragen, wenn es nicht billig ist, sie den Antragstellern aufzuerlegen. Denn der Abfindungsbetrag ist entsprechend dem Antrag der Antragsteller höher festgesetzt worden.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin, woraus sich ergibt, dass eine Kostenerstattung nicht stattfindet.

3. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters fallen der Antragsgegnerin zur Last, § 6 II SpruchG.

4. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 IV SpruchG; hiernach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Es entspricht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die gesamten Kosten trägt, weil die Anträge erfolgreich sind. Darauf, dass sich einige Antragsteller eine weit höhere Abfindung errechnet haben, kommt es nicht an; weder sind hierdurch besondere höhere Kosten bei dem Gericht entstanden noch hat dieses Ziel höhere außergerichtliche Gebühren zur Folge.

II. Die Streitwerte

1. Der Geschäftswert für die Gerichtsgebühren

Der für die Bemessung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG auf den Betrag, der sich für die berechtigten Anteilsinhaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal auf € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Die Nebenforderungen (Zinsen) gehen nicht in den Geschäftswert ein (OLG Hamburg, AG 2003, 329ff a.E.).

Die angemessene Abfindung beträgt nach den Ausführungen zu III. € 402,15, ist also um € 106,15 höher als die vorher aufgrund des Beschlusses der Hauptversammlung auf € 296.- festgelegte Abfindung. Insgesamt sind 72.911 Aktien außenstehender Aktionäre von der Erhöhung der Abfindung betroffen, woraus sich ein gerichtlicher Geschäftswert von € 7.634.520,30 ergibt, der auf € 7.500.000.- begrenzt wird.

2. Der Gegenstandswert für die Gebühren des gemeinsamen Vertreters

Der vorgenannte Geschäftswert ist nach § 6 II 3 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert, der für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgebend ist.

3. Der Gegenstandswert für die außergerichtlichen Kosten der Parteien

Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ergibt sich aus dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswertes, der sich aus dem Verhältnis der Anzahl der Anteile des Auftraggebers zu der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt, mindestens aber € 5.000.-. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der auf die einzelnen Antragsteller entfallenden Anteile ist der jeweilige Zeitpunkt der Antragstellung, wobei, wenn dem Gericht die Anzahl der Anteile eines Antragstellers nicht bekannt ist, vermutet wird, dass er lediglich einen Anteil hält (§ 31 RVG).

Landgericht Hamburg										
417 O 152/04 Spruchverfahren RWE DEA				Ergebnis (Abweichung wg Rundungsdifferenzen)						
Berechnung der Antragsgegnerin (wie)				Kum Barwert der Erträge per 7.7.04			45,00			2.877.901,457
TABELLE 1				Verkauf Anteile Kzgermunai						
Parameter für den Unternehmenswert				Nicht betriebsnotw GrundV			73,00			
letzter Abschluss	31.12.2003			Summe			118,00			
HV-Beschluss	07.04.2004			Aufzinsung			2,00			
Aufzinsung Tage	267			Kum Wert per 7.7.04			120,00			120.000.000
Aufzinsung Jahr	365			Gesamtwert RWE DEA per 7.4.04					2.997.901,457	
Typ Einkommenssteuer	35,00			Anzahl Aktien RWE DEA					13.440.000	
Steuersatz Halbeinkünfte	17,50			Wert pro Aktie REW DEA					223,06	
Parameter für die Abzinsung										
Allg Marktrisikoprämie in %				5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Beta-Faktor				0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Risikozuschlag in %				2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Basiszins				5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Kapitalisierungszins vor Steuern in %				8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Typisierte Einkommenssteuer in %				-2,80	-2,80	-2,80	-2,80	-2,80	-2,80	-2,80
Inflations- und Wachstumsabschlag in %										-1,00
Kapitalisierungszins nach Steuern in %				5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	4,20
Unternehmenswert										
jeweils in Mio €	1.7.2000 -	1.7.2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2.009
	30.6.01	31.12.01		0	1	2	3	4	5	5
Umsatzerlöse Erdgas	298	142	295	287	244	248	367	470	566	566
Umsatzerlöse Erdöl	1146	554	825	799	655	611	547	532	445	445
Umsatzerlöse Sonstige	192	87	185	140	144	130	136	147	144	144
Umsatzerlöse Gesamt	1636	783	1305	1226	1043	989	1050	1149	1155	1155
Mineralöl/Erdgassteuer	-2	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Bestandsveränderungen	14	-6	0	0						
andere aktivierte Eigenleist	72	25	11	7						
Gesamtleistung	1720	801	1314	1230	1040	986	1047	1146	1152	1152
Materialaufwand	-1026	-486	-649	-560	-598	-466	-469	-493	-412	-412
Rohrertrag	694	315	665	670	442	520	578	653	740	740
Personalaufwand	-93	-43	-79	-81	-82	-90	-92	-94	-96	-96
sonst. Betrieb Ergebnis	-114	-11	-13	19	68	48	36	31	23	23
EBITDA	487	261	573	608	428	478	522	590	667	667
Abschreibungen	-105	-87	-202	-212	-201	-212	-246	-291	-323	-388
EBIT	382	174	371	396	227	266	276	299	344	279
Beteiligungsergebnis	11	4	3	1						
Finanzergebnis	-18	4	-21	-18	9	7	-2	-13	-20	-22
Ergebnis gewöhnl Geschäft	375	182	353	379	236	273	274	286	324	257
Steuern auf Eink u Ertrag					-91	-122	-101	-99	-115	-107
Jahresüberschuss					145	151	173	187	209	150
Anteile anderer Gesellschafter					-3	-3	-3	-3	-3	-3
Nettoergebnis					142	148	170	184	206	147
Steuersatz Halbeinkünfte					-24,85	-25,9	-29,75	-32,2	-36,05	-25,73
Ergebnis					117,15	122,1	140,25	151,8	169,95	121,28
Abzinsung										
Kapitalisierungszinssatz				5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20	4,20
... Jahr				1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	5,00	
... 1.1.-6.4.04				0,2685	0,2685	0,2685	0,2685	0,2685	0,2685	0,2685
... 7.4.-31.12.....				0,7315	1,7315	2,7315	3,7315	4,7315	4,7315	
Abzinsungsfaktor				0,9636	0,9160	0,8707	0,8277	0,7867	18,7320	
Barwert				112,89	111,84	122,11	125,64	133,71	2.271,72	

Landgericht Hamburg										
417 O 152/04 Spruchverfahren RWE DEA										
Ergebnis										
Berechnung Landgericht										
TABELLE 2										
Parameter für Unternehmenswert										
letzter Abschluss	31.12.2003	Kum Barwert der Erträge per 7.7.04								
HV-Beschluss	07.04.2004	Verkauf Anteile Kzgermunai								
Aufzinsung Tage	267	Nicht betriebsnotw GrundV								
Aufzinsung Jahr	365	Summe								
Typ Einkommenssteuer	35,00	Aufzinsung								
Steuersatz Halbeinkünfte	17,50	Kum Wert per 7.7.04								
Gesamtwert RWE DEA per 7.4.04										
Anzahl Aktien RWE DEA										
Wert pro Aktie REW DEA										
Parameter für Abzinsung										
Allg Marktrisikoprämie in %										
Beta-Faktor										
Risikozuschlag in %										
Basiszins										
Kapitalisierungszins vor Steuern in %										
Typisierte Einkommenssteuer in %										
Inflations- und Wachstumsabschlag in %										
Kapitalisierungszins nach Steuern in %										
Unternehmenswert										
jeweils in Mio €										
Umsatzerlöse Erdgas	298	142	295	287	244	248	367	470	566	566
Umsatzerlöse Erdöl	1146	554	825	799	655	611	547	532	445	445
Umsatzerlöse Sonstige	192	87	185	140	144	130	136	147	144	144
Umsatzerlöse Gesamt	1636	783	1305	1226	1043	989	1050	1149	1155	1155
Mineralöl/Erdgassteuer	-2	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Bestandsveränderungen	14	-6	0	0						
andere aktivierte EigenLeist	72	25	11	7						
Gesamtleistung	1720	801	1314	1230	1040	986	1047	1146	1152	1152
Materialaufwand	-1026	-486	-649	-560	-598	-466	-469	-493	-412	-412
Rohertrag	694	315	665	670	442	520	578	653	740	740
Personalaufwand	-93	-43	-79	-81	-82	-90	-92	-94	-96	-96
sonst. Betrieb Ergebnis	-114	-11	-13	19	68	48	36	31	23	23
EBITDA	487	261	573	608	428	478	522	590	667	667
Abschreibungen	-105	-87	-202	-212	-201	-212	-246	-291	-323	-323
E	382	174	371	396	227	266	276	299	344	344
Beteiligungsergebnis	11	4	3	1						
Finanzergebnis	-18	4	-21	-18	9	7	-2	-13	-20	-22
Ergebnis gewöhnl Geschäft	375	182	353	379	236	273	274	286	324	322
Steuern auf Eink u Ertrag					-91	-122	-101	-99	-115	-115
Jahresüberschuss					145	151	173	187	209	207
Anteile anderer Gesellschafter					-3	-3	-3	-3	-3	-3
Nettoergebnis					142	148	170	184	206	204
Steuersatz Halbeinkünfte					-24,85	-25,9	-29,75	-32,2	-36,05	-35,70
Ergebnis					117,15	122,1	140,25	151,8	169,95	168,30
Abzinsung										
Kapitalisierungszinssatz										
... Jahr										
... 1.1.-6.4.04										
...7.4.-31.12.....										
Abzinsungsfaktor										
Barwert										

Landgericht Hamburg																	
417 O 152/04 Spruchverfahren RWE DEA																	
Berechnung des Börsenkurses (Grundlage: AG 7)																	
TABELLE 3																	
2.11.03 bis 2.2.04				2.11.03 bis 2.2.04				7.1.04 bis 7.4.04				7.1.04 bis 7.4.04					
Tag	festgest Kurs			Übertrag	44	8.439,00	31	festgest Kurs			44	9.302,70	32				
21103	1			161203	1	270,00	1	70104	1	270,00	1	290104	1	315,00	1		
31103	1	265,00	1	171203	1	270,00	1	80104	1	270,00	1	300104	1				
41103	1	265,00	1	181203	1	270,00	1	90104	1	270,00	1	310104	1				
51103	1	265,00	1	191203	1	268,00	1	100104	1			320104	1	313,50	1		
61103	1	265,00	1	201203	1			110104	1			330104	1	313,80	1		
71103	1	265,00	1	211203	1			120104	1	270,00	1	340104	1	282,00	1		
81103	1			221203	1	268,00	1	130104	1	268,00	1	350104	1	312,00	1		
91103	1			231203	1	270,00	1	140104	1	268,00	1	360104	1	312,00	1		
101103	1	265,00	1	241203	1			150104	1	270,00	1	370104	1				
111103	1	275,00	1	251203	1			160104	1	270,00	1	380104	1				
121103	1	275,00	1	261203	1			170104	1			10304	1	313,50	1		
131103	1	275,00	1	271203	1			180104	1			20304	1	314,10	1		
141103	1	275,00	1	281203	1			190104	1	270,00	1	30304	1	324,00	1		
151103	1			291203	1	270,00	1	200104	1	270,00	1	40304	1	313,00	1		
161103	1			301203	1	270,00	1	210104	1	270,00	1	50304	1	313,50	1		
171103	1	275,00	1	311203	1			220104	1	273,20	1	60304	1				
181103	1	275,00	1	10104	1			230104	1	275,00	1	70304	1				
191103	1	275,00	1	20104	1	270,50	1	240104	1			80304	1	314,00	1		
201103	1	272,00	1	30104	1			250104	1			90304	1	317,00	1		
211103	1	272,00	1	40104	1			260104	1	279,00	1	100304	1	315,00	1		
221103	1			50104	1	270,00	1	270104	1	280,00	1	110304	1	312,50	1		
231103	1			60104	1	275,00	1	280104	1	285,00	1	120304	1	314,00	1		
241103	1	275,00	1	70104	1	270,00	1	290104	1	290,00	1	130304	1				
251103	1	275,00	1	80104	1	270,00	1	300104	1	291,00	1	140304	1				
261103	1	275,00	1	90104	1	270,00	1	310104	1			150304	1	312,00	1		
271103	1	275,00	1	100104	1			10204	1			160304	1	313,50	1		
281103	1	275,00	1	110104	1			20204	1	316,90	1	170304	1	312,00	1		
291103	1			120104	1	270,00	1	30204	1	315,00	1	180304	1	312,20	1		
301103	1			130104	1	268,00	1	40204	1	310,00	1	190304	1	313,00	1		
11203	1	275,00	1	140104	1	268,00	1	50204	1	307,60	1	200304	1				
21203	1	275,00	1	150104	1	270,00	1	60204	1	311,00	1	210304	1				
31203	1	275,00	1	160104	1	270,00	1	70204	1			220304	1	313,00	1		
41203	1	275,00	1	170104	1			80204	1			230304	1	312,00	1		
51203	1	275,00	1	180104	1			90204	1	312,00	1	240304	1	312,70	1		
61203	1			190104	1	270,00	1	100204	1	310,00	1	250304	1	312,00	1		
71203	1			200104	1	270,00	1	110204	1	311,50	1	260304	1	312,00	1		
81203	1	275,00	1	210104	1	270,00	1	120204	1	310,00	1	270304	1				
91203	1	275,00	1	220104	1	273,20	1	130204	1	313,00	1	280304	1				
101203	1	275,00	1	230104	1	275,00	1	140204	1			290304	1	312,00	1		
111203	1	275,00	1	240104	1			150204	1			300304	1	314,00	1		
121203	1	265,00	1	250104	1			160204	1	312,00	1	310304	1	315,00	1		
131203	1			260104	1	279,00	1	170204	1	309,50	1	10104	1	313,00	1		
141203	1			270104	1	280,00	1	180204	1	312,00	1	20104	1	315,00	1		
151203	1	265,00	1	280104	1	285,00	1	190204	1	313,00	1	30104	1				
Übertrag	44	8.439,00	31					Übertrag	44	9.302,70	32	40104	1				
weiter nächste Spalten				290104	1	290,00	1	weiter nächste Spalten				50104	1	315,00	1		
				300104	1	291,00	1					60104	1	318,00	1		
				310104	1												
				10204	1												
				Ergebnis	2.11.03 bis 1.2.04								Ergebnis	7.1.04 bis 6.4.04			
				92	16.349,70	60						91	19.628,00	65			
					25.069,54								27.479,20				
					272,50								301,97				