

Beglaubigte Abschrift

**Landgericht Berlin II**

Az.: 102 O 88/08 AktG



**Beschluss**

**In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren  
betreffend den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der  
Vattenfall Europe AG**

hat das Landgericht Berlin II - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am I                      den Handelsrichter                      und den Handelsrichter                      am 26.11.2024 beschlossen:

1. Die für die am 2. März 2006 beschlossene Übertragung der Minderheitsaktionäre der Vattenfall Europa AG auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin (Squeeze Out) zu gewährende Barabfindung wird auf 60,55 EUR pro Aktie festgesetzt.
2. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre.
3. Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern diejenigen Kosten zu erstatten, die zur zweckmäßigen Erledigung der Angelegenheit notwendig waren.
4. Der Geschäftswert wird auf 7,5 Mio. EUR festgesetzt.

## Gründe:

I.

Die Antragsteller begehren als ehemalige Aktionäre der Vattenfall Europe AG (im Folgenden auch kurz als VEAG bezeichnet) mit unterschiedlicher Begründung eine Erhöhung der ihnen anlässlich ihres Ausschlusses aus der Gesellschaft nach Maßgabe des § 327b AktG gewährten Barabfindung.

Die VEAG hat ihren Sitz in Berlin und war unter der Nr. HRB 86854 im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen. Die Gesellschaft hatte zunächst ihren Sitz in Hamburg gehabt, bis sie im Jahr 2003 zusammen mit den Unternehmen HEW, LAUBAG und BEWAG in der neuen Gesellschaft Vattenfall Europe AG verschmolzen worden war. Mit der Verschmelzung der Bewag AG auf die Gesellschaft wurde der Sitzwechsel nach Berlin vollzogen.

Die Gesellschaft war als Konzernholding der Vattenfall Europe Unternehmensgruppe tätig und deckte alle Gebiete der Energieversorgung ab. Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens war unter anderem

- die Erzeugung, Beschaffung, Verteilung, Handel und Vertrieb von Energie in jeder Art, insbesondere von elektrischer Energie, Gas, Fernwärme und Dampf.
- die Errichtung und der Betrieb von Leitungen und Einrichtungen zum Transport und zur Verteilung von Strom, Gas, Fernwärme und Dampf.
- Aufsuchung, Gewinnung, Verarbeitung und Veredelung von Rohstoffen, insbesondere von Braunkohle.

Das Grundkapital der VEAG betrug 258.470.504,91 € und war eingeteilt in 202.209.746 auf den Inhaber lautende Stückaktien, was einem anteiligen Betrag am Grundkapital von ungefähr 1,28 € entsprach. Die Aktien der VEAG waren jeweils im amtlichen Markt der Börsen Berlin-Bremen, München, Düsseldorf, Hamburg, Frankfurt sowie Hannover notiert. Darüber hinaus wurden sie im Freiverkehr der Börse Stuttgart sowie im XETRA-System gehandelt.

Über ihre Konzernuntergesellschaften erzeugte, verteilte und vertrieb die VEAG Strom und Wärme. Die Konzernunternehmen waren entlang der gesamten energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette aktiv. Zum Vattenfall Europe Konzern gehörten im Bereich der Energieerzeugung unter anderem die Braunkohle-Tagebaue in der Lausitz, Großkraftwerke in Ost- und Norddeutschland, das Stromübertragungsnetz in Ostdeutschland, Strom- sowie Fernwärmeverteilungsnetze in Berlin und Hamburg und ein Energiehandelsunternehmen.

Die auf der Endkundenebene tätigen Dienstleistungsunternehmen Bewag AG & Co. KG und Hamburgische Electricitäts-Werke AG versorgten rund 3 Mio. Kunden in Berlin und Hamburg mit Strom und Wärme. Im Bereich der Stromerzeugung auf den verschiedenen Leistungsebenen betrieb VEAG Braunkohle-, Steinkohle- und Gaskraftwerke sowie gemeinsam mit E.ON die drei Kernkraftwerke Krümmel, Brokdorf und Brunsbüttel.

Von den 2 Mrd. Tonnen Braunkohlevorkommen in der Lausitz, welche sich im März 2006 im Eigentum der VEAG befanden, lagen für 1,5 Mrd. Tonnen bereits Abbauberechtigungen vor, für den Restbestand war gleichfalls ein Abbau vorgesehen. Ein Anteil von 90 % der abgebauten Kohle wurde unmittelbar der Stromproduktion zugeführt, die Restmenge wurde weiterverarbeitet – etwa zu Briketts – und an externe Kunden verkauft.

Der VEAG-Konzern war - unabhängig von der gesellschaftsrechtlichen Struktur - intern in fünf „Business Units“ unterteilt, welche die Bezeichnungen „Mining & Generation“, „Transmission“, „Distribution“, „Sales“ und „Heat“ trugen.

Im Jahr 2005 befanden sich die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Energiewirtschaft nach der bereits eingeleiteten Liberalisierung der Märkte erneut im Umbruch. Am 13. Juli 2005 trat das völlig neu gefasste Energiewirtschaftsgesetz in Kraft, welches unter anderem Preisobergrenzen für Netzentgelte vorsah, deren Berechnungen durch die Netzentgeltverordnungen für Strom und Gas vom 25. Juli 2005 näher geregelt waren. Die VEAG war Anfang 2006 alleiniger Betreiber der Höchstspannungsnetze in Ostdeutschland sowie Hamburg. Daneben verfügte sie über Verteilernetze der Ebenen Hoch-, Mittel- und Niederspannung in Berlin, Hamburg sowie in West-Mecklenburg.

Zudem wurde Anfang des Jahres 2005 europaweit der Handel mit CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten aufgenommen, welche von den Betreibern CO<sub>2</sub>-emittierender Anlagen erworben werden mussten. Für die Zertifikate wurde ein börsenmäßiger Handel an der Leipziger Strombörse EEX organi-

siert, wobei deren Zuteilung in Deutschland für die erste Handelsperiode vollständig kostenfrei erfolgte. Nach der Aufnahme des Börsenhandels im Oktober 2004 schwankten die Kurse für die CO<sub>2</sub>-Zertifikate relativ stark und lagen Ende 2005 in der Größenordnung von etwa 23 € pro Tonne CO<sub>2</sub>. Die Ende 2005/Anfang 2006 vorliegenden Prognosen über die weitere Entwicklung des Handels mit den CO<sub>2</sub>-Zertifikaten, insbesondere hinsichtlich der Preisentwicklung, waren uneinheitlich. Die Vorhersagen wurden durch die Umstände erschwert, dass noch keine Details über die Ausgestaltung des sogenannten zweiten nationalen Allokationsplans für die Zeit ab 2008 bzw. über die Folgeregelung nach dem Jahr 2012 bekannt waren.

Die VEAG sah sich vom CO<sub>2</sub>-Handel und den damit zusammenhängenden rechtlichen und wirtschaftlichen Aspekten in besonderem Maße betroffen, da der Anteil an Braunkohle mit hohem CO<sub>2</sub>-Ausstoß im Erzeugungsmix des Unternehmens im Vergleich zu den anderen deutschen Erzeugern relativ hoch war.

Im Hinblick auf den Weiterbetrieb der Kernkraftwerke galt Anfang 2006 das Gesetz zur geordneten Beendigung der Kernenergienutzung zur gewerblichen Erzeugung von Elektrizität vom 22 April 2002, welches für die in Betrieb befindlichen Kraftwerke noch zu produzierende Reststrommengen festlegte. Vor diesem Hintergrund war im November 2003 bereits das von VEAG und E.ON gemeinsam betriebene Kernkraftwerk Stade abgeschaltet worden, für das Kernkraftwerk Brunsbüttel wurde bis Ende 2009 mit dem Erreichen der zulässigen Laufzeit gerechnet.

Unklar war Anfang des Jahres 2006, ob die gesetzliche Förderung von Anlagen zur Kraft-Wärme-Kopplung über das Jahr 2010 hinaus fortgeführt werden würde.

Auf der Ebene der Strombelieferung von Endkunden war VEAG in Berlin, Hamburg sowie in West-Mecklenburg tätig. Trotz der in diesem Bereich eingeleiteten Liberalisierung der Märkte mit der freien Wahlmöglichkeit des Energielieferanten war der Marktanteil der Gesellschaft in Berlin und Hamburg seit Ende 2003 im Bereich der Privat- und Gewerbekunden weitgehend konstant geblieben. Absatzeinbußen zeigten sich dagegen im Bereich der Geschäftskunden, in dem eine deutlich höhere Wechselbereitschaft als bei den anderen Kundengruppen festzustellen war. Neben der Stromversorgung war VEAG in Hamburg und Berlin in erheblichem Umfang auch im Bereich der Wärmeversorgung von Endkunden tätig, wobei 81 % der benötigten Wärme im Wege der Kraft-Wärme-Kopplung erzeugt wurden.

Mit Schreiben vom 3. August 2005 verlangte

vom Vorstand der VEAG die Ergrei-

fung aller notwendiger Maßnahmen und Schritte, um das Verfahren nach den §§ 327 a ff. AktG durchzuführen und die Hauptversammlung der VEAG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf \_\_\_\_\_ als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Bei der Antragsgegnerin \_\_\_\_\_ handelt es sich um ein nicht börsennotiertes Unternehmen, dessen einziger Anteilseigner der schwedische Staat ist.

Auf der Hauptversammlung der Vattenfall Europe AG vom 1./2. März 2006 wurde nach Maßgabe der §§ 327a ff. AktG mit der Mehrheit der Stimmen der \_\_\_\_\_ die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschlossen. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Hauptaktionärin selbst oder über von ihr abhängige Gesellschaften insgesamt 195.755.596 Aktien der VEAG und damit einen Anteil von rund 96,81 % des Grundkapitals. Die restlichen 6.454.150 Aktien befanden sich im Streubesitz.

Die Antragsgegnerin hatte der Hauptversammlung der VEAG laut Übertragungsberichts zunächst den Beschlussvorschlag unterbreitet, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 38,24 € je auf den Inhaber lautende Stückaktien zu übertragen. Dieser Betrag entsprach dem durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin \_\_\_\_\_ festgestellten durchschnittlichen, volumengewichteten Börsenkurs der VEAG-Aktie im Dreimonatszeitraum vor der Ad-hoc-Mitteilung über das Squeeze-out-Verlangen, welche am 4. August 2005 veröffentlicht worden war.

\_\_\_\_\_ hatte zudem den Ertragswert der VEAG ermittelt, welcher nach Auffassung der Wärterin zum 2. März 2006 rund 7206,00 Mio. € betrug, was einem anteiligen Wert je Stückaktie in Höhe von 35,64 € entsprach. Die Bewertungsgutachterin hatte in diesem Zusammenhang zunächst die Vergangenheitsergebnisse der Jahre ab 2003 sowie die Planung von 2006 bis 2008 auf der Ebene der einzelnen Business Units betrachtet. Diese wurden auf Konzernebene um das Finanzergebnis und Ertragssteuern ergänzt und so zu einer integrierten, konsolidierten Unternehmensplanung zusammengefasst. Nicht voll konsolidierte Unternehmensbeteiligungen, wie etwa an dem Berliner Gasversorger GASAG, wurden mit ihrem anteiligen Ergebnis in die Planung einbezogen.

Die Planung sah einen deutlichen Anstieg des Konzernüberschusses in den Jahren 2006 und 2007 und einen leichten Rückgang im Jahr 2008 vor. Dieser wurde mit auslaufenden Förderzu-

schüssen nach dem Gesetz zur Kraft-Wärme-Kopplung sowie erwarteten negativen Effekten aus dem Zweiten nationalen Allokationsplans begründet.

Das nachhaltige Ergebnis für die Phase der ewigen Rente wurde von [redacted] nicht aus den Ergebnissen der Detailplanungsphase fortgeschrieben. Die Bewertungsgutachterin vertrat insoweit die Annahme, dass aufgrund der erheblichen Prognoseunsicherheiten der Stromwirtschaft eine hinreichend verlässliche Abschätzung der nachhaltig erzielbaren Ergebnisse der VEAG nicht möglich sei. Daher sei es vorzugswürdig und auch angemessen, die Ergebnisprognose für das Normjahr auf der Basis von am Markt beobachtbaren Kapitalrenditen zu ermitteln. Es sei nämlich davon auszugehen, dass sich das nachhaltige Ergebnis des Unternehmens künftig der branchenüblichen Rendite anpassen würde. [redacted] schätzte auf dieser Basis die voraussichtliche Entwicklung des Anlagevermögens der VEAG und berechnete hieraus ein nachhaltiges Betriebsergebnis in Höhe des von den Wettbewerbern veröffentlichten Kapitalkostensatzes von 9 % vor Unternehmenssteuern. Von dem so ermittelten Ergebnis brachte sie typisierte Ertragssteuern nach dem Halbeinkünfteverfahren in Höhe von 17,5 % in Abzug und ging von einer dauerhaften Ausschüttungsquote der VEAG von 50 % aus. Im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes legte [redacted] die Höhe des Basiszinssatzes auf 4,25 % und die Höhe der allgemeinen Marktrisikoprämie auf 5,5 % fest. Den in Ansatz zu bringenden Betafaktor ermittelte die Bewertungsgutachterin auf der Grundlage einer Peer Group, die aus den deutschen Unternehmen E.ON AG und RWE AG sowie aus den spanischen Unternehmen ENDESA SA und Iberdrola SA, der italienischen Enel SpA und der französischen Suez SA bestand. Der Durchschnitt der von ihr ermittelten Betafaktoren lag bei unverschuldet 0,57. In Anbetracht des ihrer Auffassung nach schrumpfenden Marktes setzte [redacted] für die Phase der ewigen Rente einen Wachstumsabschlag von 0,25 % an.

Die von [redacted] ermittelten Werte wurden von der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin [redacted] mit Bericht vom 8. Dezember 2005 als angemessen erachtet. Eigene Erwägungen hatte die Prüferin dabei nur zum Teil angestellt und im Übrigen die von [redacted] angestellten Überlegungen auf ihre Plausibilität hin überprüft. Im Hinblick auf die Ermittlung des Werts für die ewige Rente führt die Prüferin aus, dass der angesetzte Wert eher optimistisch sei, soweit man alternativ den Schnitt der bereinigten Betriebsergebnisse der VEAG in den Jahren 2006 bis 2008 betrachte und hiervon wegen der veränderten Rahmenbedingungen einen Risikoabschlag vornehme.

Im Februar 2006 stellte die Antragsgegnerin fest, dass sich der vorläufige Konzernüberschuss

für das Geschäftsjahr 2005 um 260 Millionen € auf 738 Millionen € erhöht hatte. Darüber hinaus hatten sich gegenüber der für die Bewertung verwendeten Planung zusätzliche Ergebnisse bei planmäßig durchgeführten Stromverkäufen für das Jahr 2006 in Höhe von 60 Millionen €, für das Jahr 2007 in Höhe von 136 Millionen € sowie für das Jahr 2008 in Höhe von 69 Millionen € ergeben. Schließlich hatte die VEAG eine Anhebung der Tarfkundenpreise für Berlin und Hamburg beantragt, über die im Februar 2006 zwar noch nicht entschieden worden war, die bei antragsgemäßer Entscheidung das Konzernergebnis aber um 30 Millionen € in 2006 und um 14 Millionen € für 2007 verbessern sollte. Darüber hinaus war das Niveau des Basiszinssatzes nach der Erstellung des Bewertungsgutachtens gesunken, sodass der Antragsgegnerin hier ein Ansatz von lediglich 4,0 % als angemessen erschien. Gemäß den im Auftrag der Antragsgegnerin durchgeführten Berechnungen von            führten diese Effekte zusammengenommen zu einer Erhöhung des Ertragswertes auf 39,00 € je Stückaktie.

Nach dem Abschluss der Bewertungsarbeiten war auch der durchschnittliche Börsenkurs der VEAG weiter angestiegen. Der für den Stichtag der Hauptversammlung veröffentlichte Mindestpreis betrug 42,77 €. Die Antragsgegnerin nahm dies zum Anlass, die Höhe der Barabfindung für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre am 2. März 2006 auf diesen Betrag anzuheben.

Die vom Hauptaktionär ursprünglich auf 42,60 € je Stückaktie festgelegte Barabfindung wurde daher noch vor der Beschlussfassung auf 42,77 € erhöht.

In der Folgezeit wurde der Übertragungsbeschluss von mehreren Minderheitsaktionären angefochten. Dieser Rechtsstreit wurde im Berufungsverfahren bei dem Kammergericht zum Geschäftszeichen 23 U 14/07 geführt und durch den Abschluss eines Vergleichs beendet, nach dessen Inhalt sämtliche ausgeschlossenen Aktionäre eine auf 57,00 € je Stückaktie erhöhte Barabfindung erhalten sollten. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das bei dem Amtsgericht Charlottenburg geführte Handelsregister der Vattenfall Europe AG erfolgte am 21. April 2008. Den hierdurch aus der Gesellschaft ausgeschlossenen Aktionären zahlte die  
pro Aktie eine Kompensation in Höhe des zuletzt genannten Betrages.

Eine Vielzahl von Antragstellern verlangt eine vollständige Neubewertung der VEAG. Der von            erstellte Prüfbericht sei mangelhaft und nicht hinreichend aussagekräftig. Eigene Prüfungshandlungen fehlten ebenso wie eine kritische Auseinandersetzung mit den einzelnen Annahmen der Bewertungsgutachterin.

Die der Bewertung zugrunde gelegten Planungen der Gesellschaft seien nicht realistisch, da die Chancen von Ertragssteigerungen nicht ausreichend berücksichtigt worden seien. So sei die VEAG durch die eigenen Braunkohlevorräte gegen Preiserhöhungen auf der Beschaffungsseite abgeschirmt gewesen. Die gesamte Planung kranke weiterhin daran, dass sie den zum Stichtag erkennbaren Anstieg der Strompreise negiere. Dies zeige bereits das gegenüber der Planung deutlich angestiegene Ergebnis für das Jahr 2005. Auch sei nach dem Geschäftsbericht des Jahres 2005 die Wiederinbetriebnahme des Tagebaus Reichwalde geplant, was sich in der Planung aber offensichtlich nicht niederschlage. Ebenso wenig könne nachvollzogen werden, dass die Umsatzerlöse in einigen Business Units entweder stagnieren oder zurückgehen sollen. Dem in der Planung abgebildeten deutlichen Anstieg der Investitionstätigkeit stünden keine sichtbaren Mehrerlöse gegenüber. Darüber hinaus müssten aufgrund des Vergleichs über die Erledigung der Klagen gegen den Übertragungsbeschluss die Betriebsergebnisse der Jahre 2006 und 2007 anstelle der Planzahlen verwendet werden. Hierbei sei zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse durch außerplanmäßige Abschreibungen vermindert worden seien und aus diesem Grunde eigentlich noch höher lägen. Vor diesem Hintergrund sei nicht nachvollziehbar, dass das Ergebnis des Jahres 2008 deutlich hinter die Planzahlen des Jahres 2007 zurückfallen solle, die sich schon als zu niedrig erwiesen hätten. Die pauschale Behauptung der Antragsgegnerin, dass variable Kosten - etwa durch die unzureichende Zuteilung von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten - anstiegen, könne eine solche Entwicklung nicht begründen. Schließlich seien den Minderheitsaktionären fehlerhaft die in der Detailplanungsphase thesaurierten Beiträge in Höhe von 2 Mrd. € nicht zugerechnet worden.

In der Planung seien die Pensionsrückstellungen wegen fehlerhafter Annahmen – zu hohe Fluktuation und zu niedrige Anlagerendite – falsch berechnet worden.

Die von        vorgenommene Ableitung des Ergebnisses für das Normjahr entspreche nicht der üblichen Verfahrensweise bei der Unternehmensbewertung beziehungsweise den Vorgaben im Standard IDW S1. In der Vergangenheit feststellbare Kapitalkostensätze von Mitbewerbern der VEAG könnten kein Maßstab für die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens sein. Es sei im Übrigen unplausibel, dass das Ergebnis für das Normjahr noch einmal hinter dem – zu niedrigen - Planergebnis des Jahres 2008 zurückbleiben solle. Schließlich sei die in der ewigen Rente zugrunde gelegte Ausschüttungsquote überhöht.

Die Antragsteller machen weiter geltend, dass wegen der diversifizierten Aktionärsstruktur der Gesellschaft der Ansatz typisierter persönlicher Ertragssteuern fehlerhaft sei.

Die Antragsteller wenden sich darüber hinaus mit unterschiedlichen Argumenten gegen die für den Kapitalisierungszinssatz herangezogenen Faktoren. Mehrere Antragsteller kritisieren den Ansatz eines Basiszinssatzes in Höhe von 4,25% beziehungsweise darüber, obwohl bei der Bewertung durch letztlich ein solcher von lediglich 4,0% verwendet worden ist. Unterschiedliche Argumente werden auch bei der Ablehnung des Ansatzes einer Marktrisikoprämie von 5,5% vorgebracht. Teilweise wird die Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells grundsätzlich abgelehnt und ein pauschaler Risikoabschlag von maximal 2,0% gefordert. Von anderen Antragstellern wird die Höhe von 5,5% verbunden mit der Kritik an den Untersuchungen von Prof. Stehle zur Höhe der Marktrisikoprämie als überzogen kritisiert. Einige Antragsteller verweisen darauf, dass Energieversorger keinen wesentlichen Risiken ausgesetzt seien, so dass ein Risikoabschlag unterbleiben könne. Auch der Umstand, dass die VEAG eine von der Antragsgegnerin beherrschte Gesellschaft sei, senke deren Risiko.

Es sei der eigene Betafaktor der VEAG zu verwenden, nicht aber der Durchschnitt einer Peer Group, deren zum Teil internationale Mitglieder mit Vattenfall Europe nicht hinreichend vergleichbar seien. Von Antragstellerseite wird bestritten, dass das feststellbare eigene Beta der VEAG kein hinreichendes Bestimmtheitsmaß aufweise.

Der Wachstumsabschlag von 0,25% sei deutlich zu niedrig, da dies bedeutete, dass das Unternehmen auf einem schrumpfenden Markt tätig sei. Anders als die Antragsgegnerin behauptete, sähen mehrere Studien einen Bevölkerungsanstieg voraus, nicht aber den von dieser reklamierten deutlichen Rückgang.

Die Zusammensetzung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sei nicht ausreichend erläutert worden. Es sei zweifelhaft, ob nicht auch die Braunkohlevorräte hätten miteinbezogen werden müssen.

Schließlich fehle es an einer hinreichenden Verprobung des gefundenen Ertragswerts. Es sei allein wegen der Rohstoffvorräte davon auszugehen, dass der - von nicht ermittelte - Liquidationswert der VEAG den angeblichen Ertragswert deutlich überstiege.

Im Hinblick auf den Börsenkurs behaupten einige Antragsteller, dass die Antragsgegnerin diesen durch die Bekanntmachung einer zu niedrigen Barabfindung manipuliert habe. Dieser hätte ansonsten oberhalb der Marke von 57,00 € gelegen.

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung höher festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die vorgenommene Bewertung und vertritt darüber hinaus die Auffassung, dass eine Anhebung der Abfindung über den bereits im Vergleichsweg erhöhten Betrag von 57,00 € hinaus nicht in Betracht käme. Bereits die Zustimmung der Aktionäre im Anfechtungsprozess signalisiere die Angemessenheit einer Abfindung in dieser Höhe. Soweit der gerichtliche Sachverständige eine höhere Abfindung ermittelt habe, sei dies zum einen fehlerhaft geschehen, zum anderen rechtfertige auch dessen Ergebnis - jedenfalls unter Berücksichtigung einer Bagatellgrenze - keine weitere Erhöhung.

Eine Abänderung des festgesetzten Abfindungsbetrages käme nur dann in Betracht, wenn jeder einzelne der im Bewertungsgutachten verwendeten Parameter als unvertretbar anzusehen wäre. Dies sei nicht der Fall. Dabei müsse auch der Zeitdruck berücksichtigt werden, unter dem die Wertermittlung habe erfolgen müssen. Eventuelle „Fehler“ des Bewertungsgutachtens seien daher vertretbar.

Die Antragsgegnerin betont mehrfach, dass dauerhaft höhere Strompreise für sie im Zusammenhang mit der verfahrensrelevanten Planung Anfang 2006 nicht vorhersehbar gewesen seien. So habe es zwar im Juli 2005 an der Strombörse einen plötzlichen Preissprung der Notierung für Terminkontrakte gegeben, angesichts der historischen Entwicklung sei aber mit einer Rückkehr zum bisherigen Preiskorridor zu rechnen gewesen. Auch der Anfang 2006 zu beobachtende Preisanstieg am Terminmarkt habe keine Veranlassung zu der Annahme gegeben, dass diese Entwicklung sich in der Folgezeit verstetigen würde. Die Annahme der Gesellschaft, dass die Preise im Laufe des Jahres 2006 sinken würden, habe jedenfalls nicht gegen Denkgesetze verstoßen.

Die von einigen Antragstellern im Laufe des Verfahrens vorgelegten Unterlagen seien nicht geeignet, die Fehlerhaftigkeit dieser Prognose zu belegen. Vielmehr zeigten sich Preisfluktuationen,

welche etwa dazu geführt hätten, dass das Preisniveau an der EEX zum Ende des Jahres 2009 auf das Planungsniveau abgesunken sei. Auch die geplanten Neubauten von Kraftwerken durch die VEAG gäben für die Frage der Preisentwicklung nichts her, zumal die Projekte Boxberg und Moorburg bereits seit Anfang 2005 und damit deutlich vor dem Bewertungsstichtag verfolgt worden seien.

Die Antragsgegnerin vertritt die Auffassung, dass eine Plausibilisierung des erhöhten Abfindungsbetrages von 57,00 € pro Aktie nicht erforderlich sei, da diesem keine gesonderte Ertragswertermittlung zugrunde gelegen habe. Vielmehr habe es sich einen Verhandlungskompromiss gehandelt. Berücksichtige man die konkrete Umsetzung des Vergleichs in Form des Ansatzes der tatsächlich erzielten Betriebsergebnisse für die Jahre 2006 und 2007, erhöhe sich der Wert der beschlossenen Barabfindung um lediglich 0,71 € auf 43,48 €. Nach dem Stichtag wirksam gewordene Änderungen der Steuergesetze seien insoweit nicht zu berücksichtigen.

Auswirkungen des Ansatzes der IST-Ergebnisse für die Periode 2006/2007 auf die Planung für das Jahr 2008 ergäben sich nicht, da die Prognosen für dieses Jahr nach wie vor als angemessen und plausibel anzusehen seien. Der „Bruch“ mit dem integrierten Planungsmodell sei durch den Vergleich bedingt und aus diesem Grunde hinzunehmen. Soweit im Jahr 2008 im Vergleich zur Planung tatsächlich höhere Strompreise erzielbar gewesen seien, sei dies unbeachtlich, da im Gegensatz zur Auffassung einiger Antragsteller eine „ex-post“-Betrachtung unzulässig sei. Wegen der mit der Zuteilung von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten verbundenen Unsicherheiten sei es nicht zu beanstanden, dass auch für das Planjahr 2008 der Mittelwert der Notierungen an der Strombörse für die Monate Juni bis August 2005 herangezogen worden sei. Anders als einige Antragsteller meinten, sei die VEAG in der ersten Allokationsperiode mit Zertifikaten auch nicht „überversorgt“ worden, so dass nach der Planung ab dem Jahr 2008 der Erwerb weiterer CO<sub>2</sub>-Zertifikate erforderlich gewesen sei. Mehrerlöse wegen der ab 2007 ansteigenden Investitionstätigkeit der VEAG seien wegen der Langfristigkeit von Neubauprojekten von Kraftwerken erst in späteren Jahren zu erwarten gewesen.

Die seinerzeitigen Einschätzungen der VEAG hätten sich im Übrigen auch insgesamt betrachtet nicht nachträglich als unzutreffend erwiesen, da das Ist-Ergebnis des Jahres 2008 - bereinigt um die Effekte der zum Bewertungsstichtag nicht vorhersehbaren Steuersatzänderung 2007/2008 - unterhalb des Planergebnisses gelegen habe. Im Übrigen sei es keineswegs so, dass höhere Strompreise an der Strombörse zwingend zu höheren bewertungsrelevanten Erträgen der VEAG führten.

Einwände der Antragsteller, die sich auf die Planungen für die einzelnen Business Units bezögen, seien irrelevant, da diese zum einen im Übertragungsbericht erläutert worden seien und zum anderen die Bewertung auf der Planung für den Gesamtkonzern aufsetze.

Die VEAG habe im Gegensatz zu früheren Perioden vor der Marktliberalisierung über keine langfristigen Lieferverträge (mehr) verfügt, sondern die Stromproduktion der Business Unit „Generation“ zu jeweils aktuellen Marktpreisen verkauft. Die Laufzeit der dabei abgeschlossenen Lieferverträge habe regelmäßig 1,5 Jahre betragen, da Marktakteure nicht bereit gewesen seien, Kontrakte mit Lieferzeiten über 2 Jahren abzuschließen.

Der Einwand einiger Antragsteller, die gesamte Stromproduktion für das Jahr 2008 habe angesichts der gestiegenen Preise zum Stichtag verkauft werden können, sei lebensfremd. Zum einen habe dies nicht der Verkaufsstrategie der VEAG entsprochen, nach der die Vermarktung der Stromproduktion für ein bestimmtes Lieferjahr im Verlauf von 3 Jahren vor diesem Jahr erfolgt sei. Zum anderen hätte ein entsprechendes Vorgehen ohne weiteres dazu geführt, dass aufgrund des dann gegebenen Überangebots an der Strombörse ein Preisverfall eingetreten wäre. Schließlich wäre es unmöglich gewesen, für die gesamte Produktion des Jahres 2008 im März 2006 Abnehmer zu finden.

Soweit der gerichtliche Sachverständige eigene Annahmen zum Verkauf der offenen Liefermengen für das Jahr 2006 getroffen habe, handele es sich um einen unzulässigen Eingriff in die Planung der Gesellschaft. Der Sachverständige habe hier, wie auch für die Folgejahre, ein Maximalergebnis ermittelt, von dem deutliche Abschläge vorgenommen werden müssten.

Die Antragsgegnerin betont, dass die Ergebnisse für das Normjahr nicht aus der Detailplanungsphase hätten abgeleitet werden können. Sie macht insoweit mehrfach geltend, dass zum Bewertungsstichtag große Marktunsicherheiten bestanden hätten, da mit dem Energiewirtschaftsgesetz vom 7. Juli 2005 eine gravierende Änderung des Rechtsrahmens für die Stromwirtschaft eingetreten sei. Das Emissionshandelssystem für die Jahre 2005-2007 sei gerade erst wirksam geworden, wobei die Bedingungen des Emissionshandels in Deutschland ab dem Jahr 2008 nur in groben Umrissen bekannt gewesen seien. Insbesondere sei noch nicht absehbar gewesen, in welchem reduzierten Umfang es in der zweiten Handelsperiode 2008-2012 noch zu einer kostenlosen Zuteilung von CO<sub>2</sub> Zertifikaten kommen würde. Wegen des weitreichenden Betriebs von Kohlekraftwerken sei die VEAG den beschriebenen Unsicherheiten in ganz besonderem Maße

ausgesetzt gewesen. Es sei keineswegs davon auszugehen gewesen, dass sich eventuelle „Windfall-Profits“ aus der kostenlosen Zuteilung von Zertifikaten ab 2005 für die Zeit ab 2008 realisieren lassen würden. Ebenso wenig sei die Ausgestaltung der vorgesehenen Anreizregulierung für die Netzentgelte vorhersehbar gewesen.

Unzutreffend sei auch die Behauptung einiger Antragsteller, der veröffentlichte gewichtete Gesamtkapitalkostensatz in Höhe von 9 % der großen deutschen Energieversorger werde nur für die Zwecke der Regulierungsbehörde vorgehalten. Es handele sich gleichfalls nicht um eine Mindestrendite. Insoweit könne es nicht darauf ankommen, ob die Mitbewerber der VEAG in den Jahren 2006-2008 tatsächlich höhere ROCE- Werte als 9 % erzielt werden, da nicht unterstellt werden könne, dass diese Zielrendite auch in der Zukunft dauerhaft übertroffen werden könne. Zudem könnten zum einen tatsächliche Werte für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag den zu diesem Zeitpunkt getroffenen Annahmen ohnehin nicht entgegengehalten werden. Zum anderen müsse auch berücksichtigt werden, dass die Rendite auf das eingesetzte Kapital auch vom jeweiligen Fremdkapitalanteil und der daraus resultierenden Zinsbelastung abhängt.

Eine Verlängerung der Laufzeiten der Atomkraftwerke habe aufgrund der zum Bewertungsstichtag geltenden Gesetzeslage nicht im Raum gestanden, zumal eine Änderung auf der Grundlage der am 11. November 2005 abgeschlossenen Koalitionsvereinbarung nicht vorgesehen gewesen sei.

Die Rückstellungen für die zu zahlenden Pensionen sowie Entsorgungs- und verbundene Kosten im Kernenergie- und Bergbaubereich seien zutreffend berechnet und in der Vergangenheit uneingeschränkt testiert worden.

Wegen der bereits bestehenden engen Einbindung der VEAG in die Unternehmung der Antragsgegnerin seien durch den Squeeze-Out keine zusätzlichen Synergieeffekte entstanden.

Darüber hinaus seien über die zugestandenen Änderungen hinaus keine Änderungen an den für die Planung verwendeten Prämissen sowie den Parametern des Kapitalisierungszinssatzes vorzunehmen. Es könne allein darauf ankommen, ob die von der VEAG beziehungsweise der Antragsgegnerin in Ansatz gebrachten Daten vertretbar seien, was sowohl von der Ermittlungsmethode als auch von der Höhe her zutrefte. Dies gelte insbesondere auch bei einer Einzelbetrachtung der Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, wobei eine isolierte Behandlung nicht mehr zu einem widerspruchsfreien Gesamtergebnis führen würde.

Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 4 % habe der zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens gültigen Empfehlung des IDW entsprochen.

Eine Marktrisikoprämie von 5,5 % sei vertretbar und entspreche der ganz überwiegenden Auffassung der Rechtsprechung für Sachverhalte rund um den Bewertungsstichtag.

Von einigen Antragstellern getroffene pauschale Annahmen, dass die VEAG wegen einer Oligopolstellung einem verringerten Risiko ausgesetzt sei, sei unzutreffend. Dies gelte auch für die weiter ausgeführte Argumentation, dass das Vorhandensein des schwedischen Staats als Hauptaktionär das Unternehmensrisiko der Gesellschaft substantiell absenke. Insoweit sei zu bemerken, dass es keine Bestandsgarantie des Mehrheitsaktionärs für die VEAG gebe.

Im Rahmen der Bewertung sei auch das Wachstumspotential der VEAG nicht systematisch unterschätzt worden. Zum Bewertungsstichtag habe es Studien gegeben, die von einer künftigen Bevölkerungsschrumpfung ausgegangen seien und hier für die maßgebliche Bevölkerung in den neuen Bundesländern einschließlich Berlin für die Zeit bis zum Jahr 2025 einen Rückgang von rund 11 % prognostiziert hätten. Diese negativen Wachstumseffekte könnten weder dadurch kompensiert werden, dass der Altersdurchschnitt der Bevölkerung ansteige, noch durch die steigende Lebenserwartung. Zu berücksichtigen sei weiterhin, dass der Stromverbrauch infolge des technischen Fortschritts tendenziell abnehmen werde.

Auch der von        verwendete Betafaktor von 0,57 sei in Anbetracht eines Branchenbetas von 0,71 akzeptabel und vertretbar. Es sei entgegen der Vorgehensweise des gerichtlichen Sachverständigen dagegen nicht angemessen, ausländische Unternehmen aus der Peer Group auszunehmen und diese auf zwei deutsche Unternehmen zu beschränken. Signifikante Unterschiede in der Risikoposition seien bereits wegen der EU-weiten Regulierung des Energiesektors nicht zu erwarten. Jedenfalls sei es bei der Vorgehensweise des Sachverständigen geboten gewesen, Debt Beta zu verwenden.

Für den Zeitraum der ewigen Rente sei der von        gewählte Ansatz der Sache und Höhe nach gerechtfertigt. Die Annahme einer über den Betrag von 9 % hinausgehenden Kapitalrendite auf das Anlagevermögen sei verfehlt, da Überrenditen im Rahmen der politischen Regulierung der Märkte „abgeschöpft“ würden. Das Renditeziel der Antragsgegnerin von 11 % sei für die VEAG nicht maßgeblich.

Die Neubewertung der Asset Base durch den Sachverständigen könne nicht zu dem Schluss führen, dass die ursprüngliche Wertermittlung durch            nicht vertretbar gewesen wäre. Der Sachverständige stellt dem Wert von            ) nur einen weiteren Wert gegenüber. Zudem sei der vom Sachverständigen angenommene Neuwert des Anlagevermögens unrealistisch hoch, da dieses zum Teil noch aus Zeiten der DDR stamme, was insbesondere für das Übertragungsnetz gelte.

Die Einfügung einer Konvergenzphase vor der ewigen Rente sei nach dem Standard IDW S1 zumindest ungewöhnlich und vom Sachverständigen auch nur willkürlich begründet worden.

Die Erhöhung des Wachstumsabschlags auf 0,5 % sei nicht angemessen, da die vom Sachverständigen verwendeten Parameter nicht für das künftige Ergebniswachstum der VEAG herangezogen werden könnten.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen in Form von Immobilien sei zutreffend erfasst und bewertet worden. Eine gesonderte Bewertung der Braunkohlevorräte sei nicht angezeigt gewesen, da diese Vorräte in der Zukunft für die Verstromung benötigt würden und sie damit gerade betriebsnotwendig seien. Gleiches gelte im Bewertungszeitpunkt für die Übertragungsnetze, auch wenn aufgrund von EU-Regularien für spätere Perioden von deren Entflechtung auszugehen gewesen sei.

Schließlich sei in der Planungsrechnung der Vorteil der Unabhängigkeit von Marktpreisen für den Rohstoff Braunkohle berücksichtigt worden. Im Gegensatz zur Ansicht einiger Antragsteller sei für die Kosten der Stromproduktion auch der Abbauaufwand zu berücksichtigen.

Der vom Sachverständigen gefundene Ertragswert der VEAG sei insgesamt überhöht, wie auch der Vergleich mit dem Börsenwert und den EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen zeige.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf die zu den Akten gereichten Schriftsätze der Beteiligten Bezug genommen.

II.

## A. Zur Zulässigkeit der Spruchverfahrensanträge

1. Die Anträge sämtlicher zurzeit am Verfahren beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum 8. März 2018 (Bekanntmachung durch das Registergericht) bei Gericht eingegangen. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, sind die jeweiligen Antragschriften vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Soweit die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragsteller zum Teil in Zweifel gezogen hat, haben diese im Nachgang Bankbescheinigungen des Inhalts zu den Akten gereicht, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Vattenfall Europe AG Anteilsinhaber gewesen sind.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – im Antrag die Mitteilung ausreicht, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionär beziehungsweise Aktionärin der Gesellschaft gewesen zu sein.

Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG“ bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil einer „Begründung“ ist. § 3 Satz 3 SpruchG enthält keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

3. Gemäß § 3 Satz 3 SpruchG ist der Antragsteller verpflichtet, seine Aktionärsstellung in einer Aktiengesellschaft durch Vorlage von Urkunden nachzuweisen, sofern der Antragsgegner die dargelegte Antragsberechtigung bestreitet. Der Nachweis kann entsprechend den Gesetzesmaterialien erfolgen durch Vorlage von Depotauszügen oder von effektiven Aktienstücken. Die zuletzt ge-

nannte Form des Nachweises spielt in der Praxis allerdings keine Rolle. Der Nachweis kann zudem auch durch Vorlage einer schriftlichen Bestätigung der verwahrenden Bank über den Aktienbestand (Depotbescheinigung) erbracht werden (vgl. Klöcker/Wittgens in Schmidt, K./Lutter, AktG, 4. Aufl., § 3 SpruchG, Rn. 30)

4. Soweit mehrere Antragsteller lediglich Abrechnungen über die Abfindung beziehungsweise Mitteilungen über die Ausbuchung der Aktien der Gesellschaft aus den jeweiligen Aktiendepots zu den Akten gereicht, waren auch deren Anträge als zulässig zu behandeln. Derartige Mitteilungen oder Abrechnungen über die Gutschrift einer Abfindung stellen zwar nicht hinreichend sicher, dass der jeweilige Antragsteller tatsächlich auch bereits im Zeitpunkt der Registereintragung im Besitz seiner Aktie(n) war (vgl. auch Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 3 Rn. 11 m.w.N.). Grundsätzlich ist die Vorlage einer Ausbuchungsbestätigung aber solange unbedenklich, wie die Aktionärsstellung eines Antragstellers nicht in Zweifel gezogen wird. Vorliegend hat die Antragsgegnerin die fehlenden beziehungsweise unzureichenden Nachweise der betroffenen Antragsteller nicht ausdrücklich gerügt, so dass diese nicht in der Form des § 3 Satz 3 SpruchG hätten nachgereicht werden müssen.

5. Soweit die Antragsgegnerin beantragt, die Anträge der Antragsteller zu 18, 39, 40 bis 42 sowie 140 wegen unzureichender Begründung im Sinne des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG zurückzuweisen, war dem nicht nachzukommen.

1. Nach § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist, im Gegensatz zum früheren Rechtszustand vor dem Inkrafttreten des Spruchverfahrensneuordnungsgesetzes, nunmehr vorgesehen, dass der Antrag eines außenstehenden Aktionärs auf Einleitung eines Spruchverfahrens zwingend eine Begründung zu enthalten hat. Diese muss nach § 4 Abs. 2 Satz 1 SpruchG innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG bei Gericht eingehen, also nicht notwendig bereits in der Antragschrift selbst enthalten sein.

2. Ein Bestandteil des Mindestinhalts der Antragsbegründung sind nach § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert, soweit hierzu Angaben in den in § 7 Abs. 3 SpruchG genannten Unterlagen enthalten sind. Mit dieser Zulässigkeitsanforderung wollte der Gesetzgeber den im Spruchverfahren grundsätzlich geltenden Amtsermittlungsgrundsatz mit dem Ziel der Verfahrensbeschleunigung einschränken. Es soll verhindert werden, dass der Antragsteller praktisch mit einem Satz und oh-

ne jede sachliche Erläuterung ein aufwändiges und kostenträchtiges Überprüfungsverfahren in Gang setzen kann. Dabei hat der Gesetzgeber die Konkretisierung der Mindestanforderungen der Rechtsprechung überlassen, meint jedoch, dass die diesbezüglichen Anforderungen nicht überspannt werden dürfen (vgl. Begründung zu § 4 SpruchG in BT-Drs. 15/371, S. 13).

a) Für die Konkretisierung dieser Mindestanforderungen ist vor allem auf die Funktion der Vorschrift des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG abzustellen, die Überprüfung der maßgeblichen Unternehmensbewertung auf die von den Antragstellern vorgebrachten Rügen zu beschränken, um die Erhebung globaler und damit zeitintensiver Sachverständigengutachten zur Unternehmensbewertung nach Möglichkeit auszuschließen (vgl. Fritzsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, 1. Aufl., Rz. 18 zu § 4 SpruchG). Das Erfordernis konkreter Einwendungen soll pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausschließen, die sich in formelhaften Beanstandungen der üblicherweise bei Unternehmensbewertungen gewählten Bewertungsgrundlagen erschöpfen (vgl. Krieger in Lutter, UmwG, 3. Aufl., Rz. 18 zu § 4 SpruchG; Fritzsche/Dreier/Verfürth, a.a.O., Rz. 19 zu § 4 SpruchG).

Ein Antragsteller muss erläutern, dass und warum der Unternehmenswert unzutreffend mit der Folge des geltend gemachten Änderungsbedarfs ermittelt worden ist (vgl. Hüffer, AktG, 10. Aufl., Rz. 8 zu § 4 SpruchG [Anh. zu § 305 AktG]). Zu verlangen ist vor allem auch, dass sich der Antragsteller mit den in den Unterlagen im Sinne des § 7 Abs. 3 SpruchG zur Verfügung gestellten Informationen zur Unternehmensbewertung konkret und im Einzelnen auseinandersetzt und gegen diese gegebenenfalls substantiierte Einwendungen vorbringt, das heißt im Rahmen seiner Möglichkeiten genau angibt, auf welche Gründe er sein Vorbringen stützt (vgl. Klöcker/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, 1. Aufl., Rz. 29 zu § 4 SpruchG).

Insgesamt war bei der Beurteilung der Anträge der genannten Antragsteller auch zu berücksichtigen, dass die obergerichtliche Rechtsprechung bis zum Ablauf der Antragsfrist noch keine Leitlinien aufgestellt hatte, welche inhaltlichen Anforderungen im Einzelfall an konkrete Bewertungsrügen im Sinne des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG zu stellen sind.

3. Vor diesem Hintergrund waren die Anträge der genannten Antragsteller noch als hinreichend begründet anzusehen. Es ist nämlich grundsätzlich ausreichend, wenn ein Antragsteller seinen Angriff auf die Unternehmensbewertung auf einzelne überprüfbare Punkte beschränkt, solange die diesbezügliche Kritik auch begründet wird (vgl. OLG Frankfurt, NZG 2006, 674, 675).

4. Soweit auch die an eine Begründung zu stellenden Mindestanforderungen nicht erfüllt waren, hat die Kammer im Übrigen bereits im Vorfeld dieser abschließenden Entscheidung eine Anzahl von Anträgen wegen nicht hinreichender Begründung als unzulässig verworfen.

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die weiteren - zulässigen - Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache als begründet. Der den Antragstellern beziehungsweise den ehemaligen Minderheitsaktionären der Vattenfall Europe AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag von 42,77 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in der von der Antragsgegnerin festgesetzten Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher auch vor dem Hintergrund der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme um 17,78 EUR je Stückaktie auf einen Betrag von insgesamt 60,55 EUR zu erhöhen.

### **1. Verfahrensrügen**

Die von einigen Antragstellern erhobenen Verfahrenseinwendungen hielt die Kammer nicht für durchgreifend.

#### **a) Unzureichende Auswahl der Barabfindungsprüferin**

Soweit eine fehlerhafte Auswahlentscheidung des Barabfindungsprüfers im Sinne des § 293b AktG durch die Kammer gerügt wird, ging dies fehl. Gesetzlich vorgeschrieben ist lediglich die Bestellung eines Wirtschaftsprüfers beziehungsweise einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, wobei die Ausschlussstatbestände des § 319 Abs. 2 und 3 HGB zu beachten sind. Eine Verletzung dieser Bestimmungen durch die Bestellung der

ist von Seiten der Antragsteller nicht geltend gemacht worden.

Lediglich der Umstand, dass die Kammer dem Vorschlag der Antragsgegnerin gefolgt ist und eine von dieser benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt hat, stand einer wirksamen Auswahl und Bestellung nicht entgegen. Es bleibt dem Hauptaktionär, der den Ausschluss der Minderheitsaktionäre betreiben möchte, unbenommen, dem Gericht einen Vorschlag für die Aus-

wahl des Barabfindungsprüfers zu unterbreiten. In der Folge ist es aus diesem Grunde auch unbedenklich, wenn das Gericht diesem Vorschlag folgt (so auch OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288, 2289).

Aus einem solchen Vorgehen des Gerichts kann nämlich nicht der Schluss gezogen werden, dass eine gebotene Auswahlentscheidung nicht stattgefunden hat. Eine solche bezieht auch andere Prüfer mit ein, die zwar nicht benannt wurden, vom Gericht aber dennoch hätten bestellt werden können. Etwas anderes gilt nur dann, wenn sich das Gericht unzutreffender Weise an den Vorschlag gebunden gefühlt hat, was zum einen nicht der Fall war und zum anderen antragstellerseitig auch weder behauptet noch dargetan wurde.

### **b) Parallelprüfung**

Die von einigen Antragstellern weiter kritisierte so genannte Parallelprüfung führt grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Prüfgutachtens von | so dass die gesetzlich in § 327b Abs. 2 Satz 2 AktG vorgeschriebene Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nicht „nachzuholen“ war.

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

### **c) Vorlage von Unterlagen**

Den Anträgen auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin beziehungsweise auf deren Anforderung durch die Kammer - etwa durch die Antragsteller zu 35 und 36 - war nicht nachzugehen.

aa) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Her-

ausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

bb) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der nicht näher auf das konkrete Verfahren bezogenen Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren.

## **2. Grundlagen der Abfindung nach § 327b AktG**

a) Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

b) Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den ausscheidenden Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. BGHZ 147, 108 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs-) Recht gibt keine bestimmte Wert-

ermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86 -Telekom/T-Online; BVerfGE 100, 289 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24586; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. August 2018, 20 W 2/13, BeckRS 2018, 26698 m.w.N.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

c) Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so etwa Lochner, AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert, vor allem auch nach der hier von den Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode, gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen, auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, BeckRS 2012, 55224) von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung auch dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

d) Es ist insoweit zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens - unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode - nicht geben kann (vgl. auch BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, Rn. 36; OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet natur-

gemäß gewisse Unsicherheiten, die auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn unter Berücksichtigung der Unschärfen des jeweiligen Bewertungsmodells eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben, etwa um auf diese Weise auszugleichen, dass die Antragsgegnerin im Zweifel eher einen niedrigeren als eine höhere Abfindungszahlung anbietet. Die Antragsteller haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 32 zitiert nach juris).

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

e) Von vornherein unbeachtlich war die – nicht nur von einigen Antragstellern, sondern auch von der Antragsgegnerin – diskutierte Frage, ob der Ausschluss der Minderheitsaktionäre zu einem „unpassenden“ Zeitpunkt erfolgt ist und die Antragsgegnerin verpflichtet gewesen wäre, angesichts der sich abzeichnenden Ergebnisveränderungen einen neuen Übertragungsbericht zu erstellen. Da der Mehrheitsaktionär den zeitlichen Ablauf des Squeeze Out bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen frei bestimmen kann, erübrigten sich nähere Untersuchungen zu dieser Frage. Da der Gesetzgeber neben der Aktienbesitzquote von 95 % oder mehr keine weiteren Vorgaben kodifiziert hat, ist es unerheblich, ob der Wert der Aktien des betroffenen Unternehmens zur Zeit des Wirksamwerdens des Ausschlusses aus Sicht der Minderheitsaktionäre besonders niedrig erscheint. Ebenso wenig ist der Mehrheitsaktionär verpflichtet, während des laufenden Ausschlussverfahrens auf Veränderungen mit laufenden Änderungen am Übertragungsbericht zu reagieren. Er hat lediglich sicherzustellen, dass die Minderheitsaktionäre eine angemessene Kompensation für ihr Aktieneigentum erhalten.

### **3. Anknüpfungspunkt für die Höhe der Barabfindung**

Ausgangspunkt der Angemessenheitsprüfung war - entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin - die nach dem Übertragungsbeschluss vom 2. März 2006 mit 42,77 EUR je Stückaktie vorge-sehene Kompensation.

a) Auf den Umstand, dass sich die Antragsgegnerin zur Beendigung der vor dem Landgericht Berlin und in der Folge vor dem Kammergericht geführten Anfechtungsklage betreffend die Wirk-samkeit des Übertragungsbeschlusses den damaligen Anfechtungsklägern gegenüber zur Zah-lung von 57,00 EUR je Stückaktie verpflichtet hat, können sich die Antragsteller - soweit sie nicht mit den Anfechtungsklägern personenidentisch sind – und vor allem die nicht am Verfah-ren beteiligten ehemaligen Minderheitsaktionäre nicht berufen. Dies gilt auch mit Blick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG und den Wortlaut des § 327a AktG.

b) Eine im Rahmen eines Vergleichs durch den Hauptaktionär erhöhte Kompensationsleistung bildet (nur) dann den Gegenstand der Angemessenheitsprüfung in einem nachfolgenden Spruch-verfahren, wenn sie mit Verbindlichkeit und damit mit Wirkung für alle betroffenen Aktionäre zuge-sagt wurde (vgl. BGH, Beschlüsse v. 29.09.2015 - II ZB 23/14 Rn. 51, BGHZ 207, 114 ff. „Stin-nes“; sowie v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 32, BGHZ 186, 229 ff. „Stollwerck“). An dieser Voraus-setzung fehlt es, wenn ein Vergleich - wie im vorliegenden Fall – zum einen ausschließlich inter partes, also zwischen den Parteien des Anfechtungsprozesses, und zum anderen auch nicht mit der Zielsetzung der Erhöhung der Kompensation im Sinne der Begründung eines eigenständi-gen Rechtsanspruchs geschlossen wird. Eine inter omnes-Wirkung entsprechend § 13 SpruchG, sodass jedem ehemaligen Aktionär der VEAG ein klagbarer Anspruch auf die erhöhte Abfindung zustehen sollte, sah der vor dem Kammergericht geschlossene Vergleich nicht vor.

c) Es konnte daher nicht darauf ankommen, ob die Antragsgegnerin sämtlichen vom Squeeze Out betroffenen Minderheitsaktionären auf Anforderung den erhöhten Abfindungsbetrag tatsäch-lich gezahlt hat. Maßgeblich für das Spruchverfahren konnte alleine sein, ob insoweit auch ein für jeden Berechtigten durchsetzbarer Anspruch bestand.

d) Im Übrigen hatte die von einigen Aktionären gegen den Übertragungsbeschluss angestregte Anfechtungsklage auch einen anderen Streitgegenstand. § 327f AktG bestimmt für den Squee-ze-out, dass die Anfechtung des Übertragungsbeschlusses gerade nicht darauf gestützt werden kann, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist, son-dern verweist die Minderheitsaktionäre zur gerichtlichen Nachprüfung der Abfindung auf das Spruchverfahren.

e) Da es sich beim Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt, stand es der Antragsgegnerin allerdings frei, bestimmte Tatsachen unstreitig zu stellen. Daher konnte die Antragsgegnerin erklären, dass zum einen im Fall einer Planüberschreitung für die Jahre 2006 und 2007 die tatsächlichen Betriebsergebnisse der Vattenfall Europe AG anstelle der geplanten Ergebnisse aus dem Übertragungsbericht maßgeblich sein sollten und darüber hinaus die an die Minderheitsaktionäre zu leistende Kompensation den Betrag von 57,00 EUR je Aktie nicht unterschreiten soll.

#### **4. Methodik der Wertermittlung**

a) Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vattenfall Europe AG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. grundlegend Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

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

Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei allerdings um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Pro-

gnosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

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

d) Lediglich der Umstand, dass Prognosen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens stets kritisch hinterfragt werden können, führt daher nicht dazu, dass ein Spruchgericht gehalten wäre, regelmäßig eine möglichst große Anzahl an sachverständigen Einschätzungen zu sämtlichen Aspekten der Bewertung heranzuziehen, um sich ein Bild über die mögliche Wertbandbreite zu verschaffen. Soweit die vorliegenden Gutachten und Ergänzungen nach einer anerkannten Methode erstellt worden sind und keine erkennbaren Fehler enthalten oder ersichtlich unvollständig sind, führt eine weitere Begutachtung regelmäßig zu keinem erheblichen Erkenntnisgewinn, sondern allenfalls zu einer weiteren, gleichfalls vertretbaren Sichtweise.

e) Die Kammer teilt die von einigen Antragstellern vorgetragene grundsätzliche Bedenken gegen die Anwendung des Bewertungsstandards IDW S 1 2005 (beziehungsweise des IDW S 1 2008) nicht. Zwar handelt es sich bei den Vorgaben des IDW als privatwirtschaftlicher Vereinigung nicht um im Rechtssinne verbindliche Vorschriften, an welche die Kammer gebunden wäre. Die Empfehlungen des IDW gelten aber grundsätzlich als - wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte - Expertenauffassungen (vgl. etwa OLG Düsseldorf Beschl. v. 10.4.2019 – 26 W 6/17 [AktE], BeckRS 2019, 10048 Rn. 55, beck-online)

f) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft aufzubauen hat und zukünftig möglicher Eingriffe wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren.

Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines ob-

jektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich. Gegebenenfalls ist eine mehrwertige Schätzung durchzuführen, um die konkret bestehenden Unsicherheiten zu dokumentieren.

g) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativenanlagen bestehen.

h) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzungen hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

Die Kammer hält es jedoch regelmäßig für geboten, die Entwicklung der Ertragslage in den dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgenden Zeiträumen zu untersuchen, da insoweit die Annahme gerechtfertigt sein dürfte, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war. Allerdings ist in jedem Fall kritisch zu hinterfragen, ob (nachträglich) festgestellte Abweichungen zu dem

Schluss führen können, dass die Unternehmensplanung insgesamt oder in einzelnen Punkten nicht plausibel ist.

## **5. Unternehmensplanung der Vattenfall Europe AG**

Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte für den Regelfall verbietet, eigenständig Änderungen an der Planung vorzunehmen. Daher ist grundsätzlich die eigene Planung des Unternehmens der Bewertung zugrunde zu legen:

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

Vor diesem Hintergrund war die Planung der VEAG daraufhin zu untersuchen, ob sie die zum Bewertungsstichtag vorliegenden Erkenntnisse angemessen berücksichtigt und diese mit nachvollziehbaren „mittleren“ Erwartungen an die weitere Unternehmensentwicklung verknüpft hat. Wie die vom gerichtlichen Sachverständigen durchgeführten Analysen gezeigt haben, war dies nicht vollständig der Fall.

### **a) Marktumfeld der VEAG Anfang 2006**

Als auf allen Ebenen der Wertschöpfungskette tätiges Energieversorgungsunternehmen unterlag die VEAG zum Bewertungsstichtag einer Vielzahl von rechtlichen Rahmenbedingungen, die den unternehmerischen Handlungsspielraum des Konzerns eingrenzten. Ziel der sowohl auf na-

tionaler als auch vor allem auf gesamteuropäischer Ebene erlassenen Regelungen war die Sicherstellung der Energieversorgung bei gleichzeitiger Herstellung eines funktionierenden Wettbewerbs. Darüber hinaus gab es zunehmend Programme und gesetzliche Vorgaben in Bezug auf Verbesserungen bei Energieeffizienz und Umweltschutz.

Nach der grundlegenden Neugestaltung des Energiewirtschaftsrechts im Jahr 1998 war kurz vor dem Bewertungsstichtag eine Novelle des Energiewirtschaftsgesetzes in Kraft getreten, welches zum einen die EU-weite Marktöffnung bis zum Jahr 2007 umsetzte und zum anderen die Grundlagen für ein regulierte Netzzugangssystem geschaffen hat. Ein wesentliches Element der gesetzlichen Änderungen war die Einführung von Renditehöchstgrenzen für die Betreiber von Übertragungs- und Verteilnetzen. Durch diese Maßnahme erwartete der Gesetzgeber tendenziell einen preisdämpfenden Effekt für die Strompreise insgesamt. Durch diese Maßnahme wurde erstmals unmittelbar in das Geschäftsmodell der großen integrierten Energieversorgungsunternehmen VEAG, RWE, E.ON und EnBW eingegriffen, da die Netze, bei denen es sich zuvor um natürliche Monopole gehandelt hatte, nunmehr allen Stromverteilern offenstanden und die Preise der staatlichen Regulierung unterlagen und nicht mehr einseitig privatwirtschaftlich festgelegt werden konnten.

Bereits im Jahr 2004 war das Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien novelliert worden. Ziel des Gesetzes – wie auch der Vorgängerregelung – war die Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung in Deutschland. Dies sollte durch Abnahmeverpflichtungen der Versorgungsnetzbetreiber sowie durch garantierte Abnahmepreise für die Produzenten erreicht werden. Die insoweit erforderlichen Subventionen von der Gesamtheit der Endkunden getragen werden, stellen sich die Umsätze und Bezugskosten aus Sicht der Netzbetreiber, jedenfalls im Hinblick auf das Betriebsergebnis als „durchlaufender Posten“ dar. Im Kostenausgleich nicht enthalten waren allerdings Kosten, welche die Netzbetreiber in Regionen mit einer Vielzahl von Windkraftanlagen für die Regelung und den Ausbau ihrer Anlagen belasten. Hiervon war auch die VEAG betroffen, die ab 2007 mit einem deutlichen Anstieg des Investitionsniveaus wegen der Ausweitung der Einspeisungen von Windstrom in Ostdeutschland ausging.

Eine weitere Regelung, welche die VEAG unmittelbar betraf, bestand im 2002 in Kraft getretenen Gesetz für die Erhaltung, die Modernisierung und den Ausbau der Kraft-Wärme-Kopplung. Die VEAG erzeugt die von ihr im Wärmesektor in Berlin und Hamburg angebotene Fernwärme weit überwiegend in Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen.

Hiernach sollte die Förderung dieser Art von Energieerzeugung schrittweise bis zum Jahres 2010 zurückgefahren werden und zum Ende dieses Jahres vollständig auslaufen. Zwar gab es zum Bewertungsstichtag die Forderung nach einer Fortführung der Förderung über diesen Zeitpunkt hinaus, allerdings gab es angesichts der klaren gesetzlichen Vorgaben keine Hinweise, dass der Gesetzgeber von seiner 2002 getroffenen Entscheidung wieder Abstand nehmen könnte.

Gleichfalls keine Änderungen zu erwarten waren Anfang 2006 im Hinblick auf das im April 2002 in Kraft getretene Gesetz zur geordneten Beendigung der Kernenergienutzung zur gewerblichen Erzeugung von Elektrizität. Im Zuge dieser gesetzlichen Regelungen war das Kernkraftwerk Stade, an dem Vattenfall zu einem Drittel beteiligt war, bereits im Jahr 2003 außer Betrieb genommen worden. Bis zum Jahr 2009 sollte dann die Stilllegung des Kraftwerks Brunsbüttel erfolgen (Anteil der VEAG bei zwei Drittel), so dass nach diesem Zeitpunkt nur noch die gesetzlich vorgesehenen Restlaufzeiten für die Kraftwerke Krümmel und Brokdorf verblieben.

Die Bewertungsgutachterin hat daneben umfassende Ausführungen zur (allgemeinen) Wertschöpfungskette in der Elektrizitätswirtschaft gemacht. In diesem Zusammenhang weist auf die unklare Ausgestaltung des zukünftigen Erwerbs von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten durch Kraftwerksbetreiber und die hiermit verbundenen Unsicherheiten bei der Planung von Investitionen in die Erneuerung und die Modernisierung von Kraftwerkskapazitäten und die hierbei verwendeten Primärenergieträger.

zitiert darüber hinaus aus verschiedenen Quellen stammende Prognosen betreffend den zukünftigen Mix bei der Stromerzeugung in Deutschland, die sämtlich von einem insgesamt sinkenden Primärenergieverbrauch bei einer Zunahme des Anteils regenerativer Energien bei der Stromerzeugung ausgehen, insbesondere durch den zunehmenden Ausbau von Windkraftanlagen.

Der gerichtliche Sachverständige betont insoweit in Tz. 267 seines Hauptgutachtens, dass aus der Sicht des Bewertungsstichtages auch die herkömmlichen Energieträger Gas sowie Braun- und Steinkohle für die Energieerzeugung und die Aufrechterhaltung des Stromnetzes mittel- und langfristig als relevant angesehen wurden.

Die Besonderheit des Geschäftsmodells der VEAG bestand Anfang 2006 darin, dass sie in erheblichem Maße über eigene Braunkohlevorräte und -tagebaue verfügte, in denen die Braunkohle

nach dem Abbau zum größten Teil unmittelbar verstromt wurde. Ein Zehntel der Kohle wurde zu Briketts und Wirbelschichtkohle verarbeitet und an externe Kunden geliefert, wobei die Bedeutung dieses Geschäftszweigs wegen der nachlassenden Nachfrage abnahm. Vor diesem Hintergrund hatte die Braunkohle bei der VEAG einen deutlich höheren Anteil am Erzeugungsmix als bei den drei weiteren großen Energieversorgern, was im Hinblick auf den CO<sub>2</sub>-Ausstoss durch deren Verbrennung relevant war. Zum anderen verfügte die Gesellschaft hierdurch aber über eigene Reserven des für die zukünftige Stromerzeugung benötigten Primärenergieträgers.

Die Bewertungsgutachterin hat neben der Schilderung der allgemeinen Rahmenbedingungen des Marktumfeldes lediglich darauf hingewiesen, dass nach der Marktliberalisierung im Endkundenbereich Abwanderungstendenzen zu Konkurrenzanbietern zu verzeichnen gewesen seien. Auf der anderen Seite habe sich die VEAG aber auch von Lieferverpflichtungen ohne positiven Ergebnisbeitrag trennen können. Eine Ableitung, wie sich die verschiedenen Einflüsse konkret auf das Geschäftsmodell und vor allem auf das Geschäftsergebnis der VEAG auswirken werden beziehungsweise würden, fehlt in ihrem Gutachten jedoch. Die Barabfindungsprüferin enthält sich von vornherein jeglicher Ausführungen zu diesem Punkt, stimmt aber im Ergebnis mit dem Befund von überein, das Umfeld sei insgesamt als „unsicher“ einzustufen.

Der gerichtliche Sachverständige hat in Tz. 286 des Hauptgutachtens eine visuelle Darstellung eingefügt, mit welcher verdeutlicht wird, welche Unternehmensbereiche der VEAG von welcher gesetzgeberischen Maßnahme betroffen sind. Er führt in der Folge aber auch aus, dass sich die einzelnen Einflüsse kaum zusammenfassen lassen und zwischen den einzelnen Maßnahmen auch Wechselwirkungen bestehen. Insgesamt hätten sich aus der Sicht des Stichtages neben Risiken aber auch Chancen ergeben, etwa für den Fall steigender Großhandelspreise bei konstanten Bezugs- beziehungsweise Erzeugungskosten.

#### b) Unternehmensstruktur

Innerhalb der Vattenfall Europe als Holdingunternehmen waren die unterschiedlichen Bereiche der Stromerzeugung und -verteilung sowie des Stromvertriebs in einzelne „Business Units“ aufgeteilt. Dabei wird der von der Einheit „Mining & Generation“ erzeugte Strom fast vollständig zu Marktpreisen an den Bereich „Trading“ abgesetzt, welcher die bezogenen Strommengen über Großhandelsmarktplätze absetzt oder teilweise – wiederum zu Marktpreisen – an den Bereich „Sales“ verkauft. Damit existierten keine preislichen Unterschiede zwischen konzerninternen Transaktionen und solchen mit externen Geschäftspartnern. Der Weitertransport des Stroms

war Aufgabe des Bereichs „Transmission“, der zum Bewertungsstichtag ein Höchstspannungsnetz mit einer Gesamtlänge von rund 9.400 km unterhielt. Die Verteilungsnetze der unteren Spannungsebenen werden von der Einheit „Distribution“ betrieben.

Betreffend die Ergebnisbeiträge der einzelnen „Business Units“ nahm die Bedeutung der Einheit „Mining & Generation“ stetig zu. Hatte der Ergebnisbeitrag im Jahr 2003 noch bei 37% des Gesamt-EBIT gelegen, sollte er bis zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2008 bei 64% liegen. Proportional war ein starker Rückgang von 23% auf nur noch 4% für die Einheit „Transmission“ sowie von 60% auf 17% für die Einheit „Distribution“ geplant. Ab 2003 abnehmend, nach 2005 aber konstant mit rund 25% trägt die Einheit „Heat“ zum Konzernergebnis bei.

#### c) Detailplanungsphase

Die Detailplanungsphase umfasste im Zeitpunkt der Fertigstellung des Bewertungsgutachtens im November 2005 noch die Jahre 2005 bis 2008, da für 2005 wegen des laufenden Geschäftsjahres lediglich eine Prognose vorlag. Zum Bewertungsstichtag hatte sich der Zeitraum der näheren Phase dann auch die Jahre 2006 bis 2008 verkürzt, da die Ist-Zahlen des Jahres 2005 im März 2006 verfügbar waren, ohne dass es darauf ankommen könnte, ob der Jahresabschluss des VEAG-Konzerns bereits fertiggestellt war.

aa) Die Bewertungsgutachterin hat sich im Wesentlichen darauf beschränkt, die Planung der VEAG – aufgeteilt nach den einzelnen „Business Units“ – wiederzugeben, nachdem sie die Betriebsergebnisse der Jahre 2003 und 2004 um Einmaleffekte bereinigt hatte. Bei diesen handelte es sich ganz überwiegend um Restrukturierungskosten aufgrund von Personalabbaumaßnahmen.

Für die in besonderem Maße ergebnisrelevante Business Unit „Mining & Generation“ ging die VEAG bei der Planerstellung im Jahr 2005 von einem bis zum Jahr 2007 deutlich ansteigenden Betriebsergebnis aus, welches durch die gestiegenen Großhandelsmarktpreise bedingt ist. Im letzten Planjahr 2008 soll das Ergebnis gegenüber 2007 absinken, da zum einen von steigenden Kosten für den Ankauf von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten ausgegangen wird und zum anderen das Niveau der Investitionen durch die Kraftwerksneubauten Boxberg und Moorburg ansteigen soll.

Für die Business Unit „Transmission“ werden stark schwankende Ergebnisse angenommen, die nach einem Spitzenwert von 114,4 Mio. EUR in der Projektion für das Jahr 2005 anschlie-

ßend wieder sinken und im letzten Planjahr 2008 mit 58,9 Mio. EUR wieder den Wert des Jahres 2004 erreichen sollen, in dem ein bereinigtes Betriebsergebnis von 58,3 Mio. EUR erzielt worden war. Ab 2007 ist ein deutlicher Anstieg der Investitionen geplant, um die Übertragungsnetze im Zuge der zunehmenden Einspeisung von Windstrom zu erweitern.

Für die beiden Business Units „Sales“ und „Distribution“ hat die Plan- und Gewinnrechnungen zusammengefasst und auch hier Vergangenheitsergebnisse zunächst um Einmaleffekte bereinigt, um eine Vergleichbarkeit mit den Planwerten herzustellen. Insoweit soll das Betriebsergebnis der Jahre 2006 bis 2008 nach den Angaben der Bewertungsgutachterin zwar vom Anstieg der Großhandelspreise für Strom geprägt sein. Dennoch soll das bereinigte Ergebnis in der Detailplanungsphase hinter dasjenige des Jahres 2004 – deutlich – zurückfallen. Soweit den Wechsel von Haushalts- und Gewerbekunden zu anderen Stromanbietern anführt, soll sich die Lage zum Ende des Jahres 2004 stabilisiert haben, so dass nur noch moderate Absatzrückgänge anzunehmen seien. Im Übrigen könnten die gestiegenen Bezugskosten aus marktstrategischen und wettbewerblichen Gründen nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden.

Die Netzerlöse sollen im Planungszeitraum konstant bleiben, da der rückläufige Geschäftskunden-Marktanteil der VEAG in Berlin und Hamburg durch die zunehmende Durchleitung Dritter durch das Verteilnetz des Konzerns kompensiert werde.

Für beide Bereiche hat die VEAG in ihrer Planung von weder dem Grund noch der Höhe nach näher erläuterte Risiken aus der Regulierung berücksichtigt.

Für die Business Unit „Heat“ ging VEAG nach einem deutlichen Anstieg des Ergebnisses von 2003 auf 2004 von einem eher moderaten weiteren Wachstum durch die Erhöhung der Anzahl der an die Fernwärmeversorgung angeschlossenen Haushalte sowie Preiserhöhungen aus. In der Planung berücksichtigt sind die erwarteten Rückgänge der staatlichen Netto-Zuschüsse zum Betrieb der KWK-Anlagen der Gesellschaft.

Die Entwicklung hin zum Jahr 2004 war zwar, wie auch das Ergebniswachstum des Jahres 2005, durch die höheren Strompreise bedingt, andererseits aber durch die interne Zuordnung des Geschäftsbereichs „Waste und Contracting“, was zu einem Sprung bei den sonstigen Umsatzerlösen geführt hat.

Die weiteren Business Units „Trading“ und „Other“ tragen kaum beziehungsweise negativ zum Konzernergebnis bei. Für den zuletzt genannten Bereich folgt dies nachvollziehbar aus dem Umstand, dass dort die Verwaltungskosten des Konzerns zusammengefasst sind, die intern an die Leistungsempfänger in den operativ tätigen Konzerneinheiten weiterbelastet werden. Das Ergebnis soll im Planungszeitraum im Wesentlichen konstant bleiben.

Verschiedene weitere Sachverhalte sind im Rahmen des Bewertungsgutachtens zwar kurz angesprochen worden, allerdings war auch bei näherer Betrachtung eine potenzielle Auswirkung auf den Ertragswert der Gesellschaft nicht ersichtlich. So beteiligte sich die VEAG zum Bewertungsstichtag - vor dem Hintergrund gesellschaftlicher Forderungen nach einer möglichst umweltverträglichen Stromproduktion - an einem Forschungsvorhaben für ein „CO<sub>2</sub>-freies“ Kraftwerk. Diese Vorhaben hatte Anfang 2006 noch keine konkreten Ergebnisse geliefert, so dass zu Recht keine Bewertungsrelevanz angenommen hat. Damit war unerheblich, dass das Projekt im Jahr 2009 gänzlich eingestellt worden ist.

#### bb) Analyse der Detailplanung durch gerichtlichen Sachverständigen

Zu Beginn seiner Ausführungen zur Entwicklung der Strompreise zum 1. März 2006 bestätigt der gerichtliche Sachverständige die von der Antragsgegnerin betonten Prognoseunsicherheiten, die vor allem durch die Einführung des Handels mit CO<sub>2</sub>-Zertifikaten und die wachsende Bedeutung erneuerbarer Energieträger begründet waren.

Für den Detailplanungszeitraum waren diese Unwägbarkeiten, jedenfalls bezogen auf den Stromabsatz des Konzerns, von eher untergeordneter Bedeutung. Die VEAG setzte den Großteil der von ihr produzierten Strommengen über Zeiträume von bis zu drei Jahren im Voraus am Terminmarkt ab. Aufgrund dieses noch überschaubaren Absatzhorizonts stellte sie in ihrem Marktmodell dabei für den Stromabsatz der Jahre 2006 bis 2008 unmittelbar auf die an der Strombörse zu beobachtende Preise ab. Für den genannten Zeitraum ging die VEAG auch von der Möglichkeit eines liquiden Handels aus.

Die wesentlichen Bestandteile der Planung der VEAG für den die Jahre 2006 bis 2008 umfassenden Detailplanungszeitraum waren nicht zu beanstanden. Dies betraf – mit Ausnahme der Planung der Konditionen der am 1. März 2006 noch nicht verkauften Strommengen – sowohl die Einnahmen- wie auch die Ausgabenseite. Wesentliche Einwendungen sind hier von den Antragstellern nicht geltend gemacht worden, so dass die Kammer angesichts des im Spruchverfahren

nur in sehr eingeschränktem Umfang geltenden Amtsermittlungsprinzips nicht gehalten war, sämtliche Planungspositionen einer eigenständigen Überprüfung zu unterziehen.

cc) Annahmen zu im Bewertungsstichtag noch nicht verkauften Strommengen

Die Bewertung des VEAG-Konzerns konnte sich daher ganz überwiegend an der Planung aus dem Herbst 2005 orientieren. Allerdings erwies sich diese bei näheren Analysen hinsichtlich der Annahmen für die zum Bewertungszeitpunkt noch nicht verkauften Strommengen der Jahre 2006 bis 2008 als nicht plausibel und war daher abzuändern.

Bei seiner Analyse der am Terminmarkt gebildeten Preise für Futures für die Jahre 2006 bis 2008 hat der gerichtlich bestellte Sachverständige nämlich festgestellt, dass der sich zum Bewertungsstichtag abzeichnende Preisanstieg nicht allein auf Einmaleffekte mit der Einführung des Handels mit CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten im Jahr 2006 zurückgeführt werden konnte. Angesichts dessen erwies es sich als fehlerhaft, für den Detailplanungszeitraum - wie geschehen - vom Preisniveau des Jahres 2005 auszugehen.

Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, der Vorstand der VEAG habe ihm Rahmen des ihm zuzubilligenden Planungsermessens annehmen dürfen, dass sich die Aufwärtsentwicklung der Terminmarktpreise zum Stichtag nicht verfestigen werde, hielt die Kammer diese Argumentation für wenig geeignet, um ein Festhalten an der ursprünglichen Planung rechtfertigen zu können.

Zum einen hat der Sachverständige die zugrunde liegenden Annahmen ausdrücklich als nicht plausibel bezeichnet. Zum anderen hat die Antragsgegnerin auch im Rahmen ihres umfangreichen Vorbringens nicht dezidiert offengelegt, welche Überlegungen die Geschäftsführung der VEAG seinerzeit angestellt hat, die eine solche Annahme hätten rechtfertigen können. Die Kammer geht davon aus, dass der Vorstand bei seiner Einschätzung der zukünftigen Preisentwicklung am Markt regelmäßig nicht lediglich auf subjektive Vorstellungen seiner Mitglieder zurückgegriffen hat, sondern vielmehr Marktanalysen und Expertenmeinungen verwertet hat. Falls solche im März 2006 mit dem Ergebnis vorgelegen hätten, dass trotz des sich abzeichnenden Anstiegs der Preise in der Zukunft ein erneuter Rückgang zu erwarten sei oder sich zusätzliche Gewinne wegen des kompensatorischen Effekts durch den Erwerb von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten nicht realisieren lassen würden, hätte die Antragsgegnerin diese vorlegen müssen. Sie konnte jedenfalls nicht mit Erfolg einwenden, dass die von ihr behauptete Annahme des Vorstands nicht gegen „Denkgesetze verstoße“. Der anzuwendende Maßstab bei der Überprüfung der Planung ist derje-

nige der Plausibilität. Wie auch an anderer Stelle muss es der Antragsgegnerin verwehrt bleiben, die Grenzen der Überprüfbarkeit so weit zu verschieben, dass mit Ausnahme grober und offensichtlicher Fehler jegliche Plan- und Bewertungsannahmen einer nachträglichen Kontrolle entzogen sein sollen.

Das weitere Argument der Antragsgegnerin, dass die Preise an der Strombörse neben der Unternehmensstrategie nur zweitrangig seien, war nicht nachvollziehbar. Die Antragsgegnerin wird kaum ernsthaft geltend machen wollen, dass sie Strommengen zu geringeren als den Marktpreisen verkauft hätte, nur weil ihre Prognosen zu einem bestimmten Zeitpunkt einen deutlichen Preisanstieg nicht vorhergesehen hätten.

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin war mit den vom Sachverständigen getroffenen Annahmen zur Veräußerung der zum Bewertungsstichtag noch nicht verkauften Strommengen für die Folgejahre ab dem Bewertungsstichtag kein unzulässiger Eingriff in die Vertriebsstrategie des Vorstands der VEAG verbunden. Wie oben nochmals ausgeführt, besteht eine Bindung des Spruchgerichts (und damit auch des vom Gericht beauftragten Sachverständigen) an die der Bewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung nur insoweit, wie diese einer Plausibilitätsprüfung standhält. Fehlt es hieran in einem oder mehreren Punkten, ist die Planung durch plausible Annahmen zu ergänzen.

Der gerichtliche Sachverständige hat im Rahmen seiner Analysen festgestellt, dass die zum Zeitpunkt der Planungserstellung am 1. September 2005 für die Folgejahre bis 2008 von der Gesellschaft bereits verkauften Strommengen zutreffend mit den insoweit tatsächlich erzielten Preisen in die Planung eingegangen sind. Für die noch nicht verkauften Strommengen hat die VEAG auf den Durchschnittspreis für Baseload-Futures in einem Zeitraum von drei Monaten vor dem Erhebungsstichtag abgestellt, mithin auf die am Terminmarkt zu beobachtende Preise in den Monaten Juni bis August 2005. hat die Planung bei der Erstellung ihres Gutachtens zwar teilweise angepasst und auch die zwischen dem Abschluss der Planung und dem Abschluss ihrer Bewertungsarbeiten am 28. November 2005 verkauften Strommengen berücksichtigt, allerdings nicht mit den tatsächlich von der VEAG erzielten Preisen, sondern weiterhin mit den Terminpreisen per 1. September 2005 (vgl. Hauptgutachten Tz. 343).

Damit hat die Bewertungsgutachterin den während der Bewertung verfügbaren, aktuellen Informationsstand nicht ausreichend berücksichtigt. Zwar hat die Planung kurz vor der Hauptversammlung im Rahmen ihrer Stichtagsklärung hinsichtlich der bis zu diesem Zeitpunkt verkauf-

ten Strommengen nochmals geändert und die Bewertung angepasst. Nach den auf den tatsächlich erzielten Preisen basierenden Berechnungen vor            ergab sich ein Effekt von 2,22 EUR je Stückaktie. Hinsichtlich der zu diesem Zeitpunkt noch nicht verkauften Strommengen hat            dagegen keine Modifikationen vorgenommen. Die Bewerterin hat die vom Vorstand der VEAG kurz vor der Hauptversammlung geäußerte Einschätzung übernommen, dass das sich abzeichnende Preisniveau nicht auf Dauer Bestand haben würde.

Die Bewertungsgutachterin wäre allerdings gehalten gewesen, diese Auffassung des Vorstands nicht lediglich ohne weitere eigene Erwägungen zu übernehmen. Sie hätte kritisch überprüfen müssen, ob sie in Ansehung der sich kurz vor dem Stichtag abzeichnenden (Preis-) Entwicklung zutreffend sein konnte. Dies lag schon angesichts des Schreibens des Vorstands der VEAG vom 24. Februar 2006 nahe, mit dem dieser über eine Erhöhung des Konzernüberschusses für das Jahr 2005 und zusätzliche - über die erst kurz zuvor erstellte Planung hinausgehende - -Ergebnisse durch Terminverkäufe von Strommengen für die Jahre 2006 bis 2008 informiert hatte.

Der Sachverständige hat die sich auf dieser Grundlage zum Stichtag ergebende Planung mit nachvollziehbaren Argumenten nicht für plausibel gehalten. Er führt in Tz. 354 des Hauptgutachtens aus, er habe im Rahmen seiner Prüfungshandlungen keine Anhaltspunkte dafür sehen können, dass das zum Bewertungsstichtag beobachtbare Preisniveau nicht zumindest für die Detailplanungsphase bis Ende 2008 zu berücksichtigen sein sollte. So waren die Großhandelspreise sowohl für Baseload als auch für Peakload nach der Fertigstellung der Planung im September 2005 bis zum Bewertungsstichtag im März 2006 kontinuierlich und deutlich angestiegen (vgl. Tabelle in Tz. 379 des Hauptgutachtens). Zwar waren am Terminmarkt für das Jahr 2007 auch gleichzeitig die Preise für CO<sub>2</sub>-Zertifikate gestiegen, jedoch nicht im gleichen Maße, wie sich die Terminpreise für Strom entwickelt haben. Ähnliches war nach den Analysen des Sachverständigen hinsichtlich der Futures-Preise für das Jahr 2008 festzustellen (Tabelle Tz. 383 des Hauptgutachtens). Zwar hatte sich hier ein Peak bei den Preisen für CO<sub>2</sub>-Zertifikate zwischen Ende Januar und Mitte Februar 2006 ergeben. Zum Ende Februar 2006 war aber bereits wieder ein deutlicher Preisrückgang zu erkennen.

Vor diesem Hintergrund hat der Sachverständige die Planung, wie sie zum 2. März 2006 vorlag, hinsichtlich der für die Jahre 2006 bis 2008 noch nicht verkauften Strommengen angesichts der Entwicklung der Großhandelspreise sowie der zugleich absehbaren Preiserhöhungen für Verbraucher als zu pessimistisch bewertet (Tz. 355 ff. des Hauptgutachtens). Für eine plausible Pla-

nung müsse auf der Basis der Terminpreise ein entsprechendes Mehrergebnis angenommen werden, für dessen Berechnung auf die grundsätzliche Vorgehensweise der VEAG im Rahmen der Konzernplanung zurückgegriffen werden könne.

Für die vom Vorstand implizit getroffene Annahme, dass die bis zum 31. Dezember 2008 noch nicht verkauften Strommengen - sicher - nur zu den bei Fertigstellung der Planung geltenden Preisen würden abgesetzt werden können, war keine hinreichend objektivierbare Grundlage zu erkennen. Zu einer solchen hat die Antragsgegnerin, wie oben bereits erwähnt, abgesehen von ihren allgemein gehaltenen Ausführungen zur „Vertretbarkeit“ einer derartigen Annahme, keine näheren Angaben gemacht. Sie hat insbesondere nicht mitgeteilt, aufgrund welcher Datengrundlage entweder ein zeitnahe Rückgang der Terminpreise auf das Niveau vom September 2005 oder eine Kompensation des Preisanstiegs durch die sich parallel verteuernenden CO<sub>2</sub>-Zertifikate zu erwarten gewesen sein soll. Ein solches Vorbringen wäre angesichts der vom Sachverständigen durchgeführten Analysen zur Preisentwicklung zum Stichtag aber erforderlich gewesen, um die Bedenken der Antragsgegnerin, der Preisanstieg werde sich nicht verfestigen, zumindest als nachvollziehbar erscheinen zu lassen. Gegen eine Plausibilität sprach aber schon, dass die VEAG – wie der Sachverständige betont – nach ihrem internen Marktmodell selbst die am Markt zu beobachtenden Preise für Baseload-Futures für den besten Schätzer betreffend die weitere Entwicklung hielt (vgl. etwa Hauptgutachten Tz. 340). Zudem handelte es sich bei dem – aus Sicht von Stromerzeugern wie der VEAG positiven – Preistrend nicht um ein Phänomen, welches sich erst zwischen der Aufstellung der Planung und dem Bewertungsstichtag gezeigt hätte. So führt der Sachverständige in Tz. 351 seines Hauptgutachtens aus, dass zum Zeitpunkt des Abschlusses der Konzernplanung am 1. September 2005 auch gegenüber dem Jahr 2004 ein deutlich höheres Preisniveau sowohl am Termin- als auch am Spotmarkt vorgelegen hat.

Wie der Sachverständige weiter zu Recht anmerkt, ging es bei der Beurteilung, in welcher Höhe gegenüber der Planung Mehrergebnisse anzunehmen waren, in der Sache auch nicht um die Prognose der Preisentwicklung an der Terminbörse für den gesamten Zeitraum bis Ende Dezember 2008, die sich tatsächlich als schwierig erwiesen hätte. Vielmehr handelte es sich um die Einschätzung der Konditionen des Verkaufs von Strom durch die VEAG in zeitlicher Nähe zum Stichtag. Da die VEAG den von ihr produzierten Strom mit einem Vorlauf von bis zu drei Jahren am Terminmarkt anbietet (vgl. Hauptgutachten Tz. 330), nehmen die Strommengen, welche zu unsicheren Preisen zum Ende der Detailplanungsphase veräußert werden, ständig ab. So waren im März 2006 nur noch 6 % der voraussichtlich erzeugten Strommenge unverkauft, wobei dieser Wert für das Jahr 2007 bei 31 % und für 2008 bei 82 % lag.

Der Werteffekt im Rahmen der Bewertung zeigt sich deutlich an den zwischen Abschluss der Planung und dem Bewertungsstichtag getätigten erheblichen Stromverkäufen und der prozentual gesehen nicht geringen Auswirkung dieser Geschäfte auf den von       ermittelten Ertragswert des Konzerns.

Der Sachverständige hat in der Folge auf der Basis der zum 2. März 2006 erkennbaren Entwicklung der Großhandelspreise Mehrergebnisse für die Jahre 2006 bis 2008 in Höhe von 6 Mio. EUR, 135 Mio. EUR und 268 Mio. EUR berechnet (vgl. Aufstellung in Tz. 359 des Hauptgutachtens). Insoweit hat er einen reinen Preiseffekt angenommen und ist im Hinblick auf die von der Gesellschaft prognostizierte Liefermengen, welche im Detailplanungszeitraum mit 81 beziehungsweise 80 TWh im Wesentlichen unverändert bleiben sollen, der Planung gefolgt.

Für die Planjahre 2006 und 2007 konnte nach den Ergebnissen des Sachverständigen letztlich dahingestellt bleiben, ob die von ihm getroffenen Annahmen zu den Mehrerlösen aufgrund der gestiegenen Großhandelspreise zutreffend sind oder ob sie die Ertragsaussichten des Konzerns in diesen Jahren überschätzen, wie die Antragsgegnerin offensichtlich meint.

dd) Einbeziehung der tatsächlichen Ergebnisse für 2006 und 2007

Die Antragsgegnerin hat im Rahmen des auch in diesem Verfahren eingeführten Vergleichs vom 31. März 2008 im damaligen Rechtsstreit betreffend die Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses vom 2. März 2006 unstreitig gestellt, dass es für die Bewertung der VEAG für die Planjahre 2006 und 2007 nicht auf die Planung aus dem Jahr 2005 ankommen soll, sondern auf die tatsächlich erzielten Ergebnisse.

In diesem Zusammenhang hat der Sachverständige gemäß dem Beweisbeschluss der Kammer vom 1. Februar 2011 zunächst die Auswirkungen des Vergleichs auf die Bewertungsrechnung beziehungsweise die entsprechende Umsetzung durch die Bewertungsgutachterin einer Prüfung unterzogen. Wie der Sachverständige zunächst feststellt, hat       keine eigenständige Auslegung des Vergleichs vorgenommen. Vielmehr hat die Bewertungsgutachterin umfassende Vorgaben von der Antragsgegnerin sowie der VEAG erhalten und ist diesen gefolgt (vgl. Hauptgutachten Tz. 389). Unter diesen Bedingungen war       unter der Prämisse, dass die zusätzlichen Ergebnisse in voller Höhe an die Anteilseigner ausgeschüttet würden, zu einem zusätzlichen Barwert in Höhe von 0,71 EUR je Stückaktie gelangt (vgl. vom Sachverständigen wiederge-

gebene Berechnung in Tz. 393 des Hauptgutachtens).

Der Sachverständige hat den von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Plan-/Ist-Vergleich für die Jahre 2006 und 2007 näher betrachtet und hierbei zunächst die seiner Auffassung nach an mehreren Stellen technisch fehlerhafte Vorgehensweise von                    korrigiert.

Hierbei handelte es sich zum einen um den für das Jahr 2007 ausgewiesenen Planungsposten „Ertrag auf fiktiver Finanzanlage“ in Höhe von 54 Mio. EUR, bei dem es sich um eine rein bewertungstechnische Größe handelt, der die Annahme einer kapitalneutralen Wiederanlage von thesaurierten Mitteln zugrunde liegt. Damit war eine solche Position, wie der Sachverständige zu Recht anmerkt, in den tatsächlichen Betriebsergebnissen der VEAG nicht enthalten und konnte daher auch nicht in die Abweichungsanalyse miteinbezogen werden.

Zum anderen war der Sachverständige der Auffassung, dass eine Verarbeitung der festgestellten Abweichungen zwischen den Plan- und Ist-Ergebnissen nur innerhalb des integrierten Bewertungsmodells möglich ist, da sonst die sich zwingend ergebenden Folgeeffekte bei der Ermittlung der konkreten Wertauswirkung nicht berücksichtigt würden. Eine isolierte Betrachtung der Wertauswirkungen würde zu Inkonsistenzen führen, welche - unabhängig von der Sichtweise der Antragsgegnerin zum Vergleichsinhalt - nicht zu einer vollständigen Umsetzung des Ansatzes der tatsächlichen Betriebsergebnisse des VEAG-Konzerns in den beiden Jahren führen würde. Daher waren die Berechnungen von                    auch an dieser Stelle zu modifizieren.

Die vom Sachverständigen hiernach vorgenommenen Modifikationen wirken sich gegenüber dem Ergebnis der Bewertungsgutachterin nur für das Jahr 2007 aus, für welches sich aufgrund der Berücksichtigung des Vergleichs nach seinen Berechnungen ein Mehrergebnis in Höhe von 295 Mio. EUR anstelle von 241 Mio. EUR ergibt (vgl. Hauptgutachten Tz. 397).

Die Berechnungen des Sachverständigen haben insgesamt zu dem Ergebnis geführt, dass die tatsächlich von der VEAG in den ersten beiden Jahren der Detailplanungsphase erzielten Konzernergebnisse oberhalb der von ihm aufgrund der gestiegenen Großhandelspreise angepassten Planung lagen. Unter Heranziehung den von ihm vorgenommenen Anpassungen lag das entsprechende Delta (EBIT) für das Jahr 2006 bei 5 Mio. EUR und für das Jahr 2007 bei 10 Mio. EUR (vgl. Hauptgutachten Tz. 400).

Aus diesem Grund erübrigte sich ein Eingehen auf die von der Antragsgegnerin gegen die vom

Sachverständigen für die Jahre 2006 und 2007 vorgenommenen Anpassungen der Unternehmensplanung vorgebrachten Einwendungen. Für (weitere) Mehrergebnisse der VEAG innerhalb des Detailplanungszeitraums konnte es (nur noch) auf die Prognosen für das Jahr 2008 ankommen. Jedenfalls war nach den Analysen des Sachverständigen nicht ersichtlich, dass aus Sicht des Bewertungsstichtages für die beiden Planjahre 2006 und/oder 2007 ein noch höheres Ergebnis als das tatsächlich erzielte wahrscheinlich oder plausibel gewesen wäre.

Als nicht durchgreifend erwies sich der Einwand der Antragsgegnerin, der Sachverständige habe für den Absatz der noch nicht verkauften Strommengen ein „Maximalergebnis“ ermittelt und hierbei die realitätsferne Annahme verwendet, dass sämtliche noch freien Erzeugungskapazitäten der Jahre 2006 bis 2008 am 1. März 2006 auf den Markt „geworfen“ würden. Hinsichtlich dieser Argumentation traf es zwar zu, dass der Sachverständige zunächst den zum Bewertungsstichtag aus seiner Sicht höchstmöglichen Erlös ermittelt hat, indem er für sämtliche noch nicht verkauften Strommengen des Detailplanungszeitraum einen Verkauf zum Preis des zum 1. März 2006 feststellbaren Baseload-Futures angenommen hat. Von diesem Ergebnis hat er dann allerdings – um die Unsicherheiten im Hinblick auf die Preisentwicklung sowie den Zeitpunkt des Verkaufs der noch offenen Stromproduktion abzubilden – einen Abschlag in Höhe von jeweils 30 % bezogen auf den Mengen- sowie den Margeneffekt vorgenommen.

Daher handelt es sich bei den vom Sachverständigen für angemessen gehaltenen Mehrergebnis für die Jahre 2006 bis 2008 entgegen den Annahmen der Antragsgegnerin nicht um das aus Sicht des Stichtages im Höchstfall erzielbare Ergebnis. Da der Sachverständige gerade auch hinsichtlich der zu verkaufenden Menge einen pauschalen Abschlag vorgenommen hat, lag seinen Berechnungen auch nicht die – von der Antragsgegnerin wohl zu Recht als realitätsfern angesehene – Prämisse zugrunde, dass alle bis zum Dezember 2008 noch verfügbaren Strommengen der VEAG zum Bewertungsstichtag gleichzeitig auf dem Markt angeboten würden. Schließlich berücksichtigt der Sachverständige bei seiner Vorgehensweise auch die bereits mehrfach angesprochenen Unsicherheiten der Konditionen beim zukünftigen Erwerb von Verschmutzungszertifikaten durch die VEAG. Die potenziell erhebliche Ergebniswirksamkeit ergibt sich bereits aus dem Umstand, dass in den Jahren 2005 bis 2008 noch 55 % der installierten Kraftwerksleistung des Konzerns auf Kohlebasis arbeiten.

Nach alledem war nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige für die noch nicht verkauften Strommengen des Jahres 2008 gegenüber der Planung von einem Mehrergebnis in Höhe von 268 Mio. EUR ausgegangen ist. Soweit die Antragsgegnerin meint, es sei hier allenfalls ein Be-

trag in Höhe von 12 Mio. EUR anzusetzen, war dies nicht nachvollziehbar und der entsprechende Einwand nicht geeignet, zu einer Anpassung des vom Sachverständigen gefundenen Ergebnisses zu führen.

In der Sache unbeachtlich war auch der weitere Einwand der Antragsgegnerin, die Berechnungen des Sachverständigen überschätzten den Unternehmenswert der VEAG offensichtlich auch aus dem Grunde, dass das tatsächliche Konzernergebnis des Jahres 2008 der ursprünglichen Planung entsprochen und um 264 Mio. EUR unterhalb des von ihm angenommenen Werts gelegen habe. Zum einen wäre im Einzelnen zu untersuchen, welche Faktoren bei dem Ergebnis des Jahres 2008 eine Rolle gespielt haben, etwa ob es unternehmensinterne oder -externe Sondereinflüsse gegeben hat, welche sich in relevantem Umfang ausgewirkt haben. Zum anderen sprach das Stichtagsprinzip gegen einen Vergleich zwischen dem prognostizierten und dem tatsächlichen Ergebnis, und zwar unabhängig von den Modifikationen der Planung durch den gerichtlichen Sachverständigen. Eine gewisse Aussagekraft mag allenfalls dem Ergebnis für das Jahr 2006 zugebilligt werden, da der Bewertungsstichtag in das erste Quartal dieses ersten Planjahres fällt. Die Ergebnisse aus - deutlich - späteren Perioden lassen dagegen weder Rückschlüsse auf die Plausibilität der Planung noch auf die von der Antragsgegnerin behaupteten fehlerhaften Annahmen des Sachverständigen unter Anwendung des Erkenntnishorizonts des Bewertungsstichtags zu.

ee) Entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 78 bis 92 waren die Schätzungen des Sachverständigen zu den anzunehmenden Mehrerlösen nicht als zu vorsichtig oder willkürlich anzusehen.

Soweit die genannten Antragsteller einwenden, dass die Großhandelspreise in der Zeit nach dem Bewertungsstichtag tatsächlich stabil geblieben seien, vermochte dies nicht zu überzeugen. Auch im Rahmen der nachträglichen Überprüfung der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren kommt es ausschließlich auf die Erkenntnismöglichkeiten zum Stichtag an. Eine Berücksichtigung nachträglicher Entwicklungen ist nur dann zulässig beziehungsweise möglich, wenn diese bereits „in der Wurzel angelegt“ waren und daher – jedenfalls theoretisch – bei der Bewertung hätten verarbeitet werden können. Vorliegend war aber nicht ersichtlich, dass aus der Sicht des Bewertungsstichtages wegen eines weiteren Anstiegs der Großhandelspreise deutlich höhere Erträge wahrscheinlich gewesen wären. Die Annahme des Sachverständigen, dass die verbliebenen Strommengen jedenfalls zu den am 1. März 2006 absehbaren Preisen würden veräußert werden könnten, war als plausibel anzusehen.

Auch wenn man von einem weiteren Preisanstieg hätte ausgehen wollen, war im März 2006 nicht abzusehen, ob ein solcher zu Mehrergebnissen geführt hätte oder sich – wie die Antragsgegnerin meint – gegenläufige Entwicklungen auf der Beschaffungsseite, hier vor allem beim Erwerb der erforderlichen CO<sub>2</sub>-Zertifikate, neutralisierend ausgewirkt hätten. Diesen Umstand hat auch der Sachverständige im Rahmen der Prognose der Mehreinnahmen für das Jahr 2008 herausgehoben, was angesichts der oben geschilderten Unsicherheiten über den Inhalt des ab dem 1. Januar 2008 geltenden Zweiten Nationalen Allokationsplans zum Bewertungsstichtag nicht zu beanstanden war.

Zwar war den oben genannten Antragstellern zuzugestehen, dass die vom Sachverständigen vorgenommenen Pauschalabschläge „gegriffen“ sind. Eine konkrete Schätzgrundlage für die zum Stichtag absehbaren Unsicherheiten war für die Kammer aber nicht ersichtlich. Die Antragsteller haben nicht erklären können, auf welcher Datengrundlage eine genauere Einschätzung der Auswirkungen der gestiegenen Preise im Stromhandel auf das Konzernergebnis der VEAG in der Detailplanungsphase hätte möglich sein sollen. Der Sachverständige hat auch ausdrücklich eingeräumt, dass die Abschläge auf „sachverständigem Ermessen“ beruhten. Er hat diesbezüglich – für die Kammer nachvollziehbar – im Rahmen der Anhörung vom 26. November 2019 betont, dass für ihn fraglich war, ob sich die Großhandelspreise auf dem Niveau vom Februar 2016 stabilisieren würden und damit auch den Stromverkäufen für das Jahr 2008 noch zugrunde gelegt werden konnten. Zudem habe für die Mehrergebnisse nicht allein auf den Strompreis an der Börse abgestellt werden können, da es im Rahmen der Bewertung vor allem die erzielbare Marge ankomme und hier noch weitere Faktoren eine Rolle spielten.

ff) Ebenso wenig zu beanstanden war der von mehreren Antragstellern kritisierte Umstand, dass der Sachverständige für die Höhe der Terminpreise an der Strombörse (lediglich) auf Prognosen auf Base-Load-Basis abgestellt und nicht einen Mix aus Base-Load- und Peak-Load-Preisen verwendet hat. Diese Vorgehensweise entsprach nämlich zum einen der damaligen Planungssystematik der VEAG, welche für die Prognose der zukünftigen Verkaufspreise auf den Durchschnittspreis der Baseload-Futures über drei volle Monate vor dem (jeweiligen) Erhebungsstichtag zurückgegriffen hat. Hiermit war die Annahme der VEAG verbunden, dass noch nicht verkaufte Strommengen ganz überwiegend zu Baseload-Preisen abgesetzt werden würden. Zum anderen hat der Sachverständige diese Prämisse untersucht und hielt sie unter Berücksichtigung des Kraftwerksparks der VEAG für plausibel, da dieser mit den hauptsächlich vorhandenen Energieträgern Kernkraft und Braunkohle vorwiegend den Grundlastbereich abdeckte. Ei-

nen Verkauf von signifikanten Strommengen zu Peakload-Preisen hielt der Sachverständige damit nicht für wahrscheinlich. Darüber hinaus hat er in seinem 3. Ergänzungsgutachten in Tz. 48 dargelegt, dass sich für die Bewertung auch bei der Annahme, dass die Gesellschaft 85 % des Stroms zu Baseload- und 15 % zu Peakload-Preisen würde absetzen können, in seinem integrierten Bewertungsmodell lediglich eine Änderung in Höhe von 0,34 EUR je Stückaktie ergeben würde.

Damit sah die Kammer auch in diesem Punkt keine Veranlassung, von den Feststellungen des Sachverständigen abzuweichen, zumal die Antragsteller keine zwingenden Gründe aufzeigen können, aus denen sich die Annahmen des Sachverständigen als unzutreffend erweisen müssten. Auch in diesem Punkt handelte es sich zwingend um eine Schätzung, da zum Bewertungsstichtag nicht zuverlässig absehbar war, zu welchem Preis sich die unverkauften Strommengen tatsächlich am Markt absetzen lassen würden.

Im Ergebnis waren daher für die Detailplanungsphase die vom Sachverständigen in Tz. 401 des Hauptgutachtens zusammengefassten Mehrergebnisse mit einem entsprechend erhöhten EBIT in Ansatz zu bringen:

<b>Vattenfall Europe AG</b>			
<b>In Mio. €</b>			
	<b>2006</b>	<b>Plan 2007</b>	<b>2008</b>
EBIT (Bewertungsgutachter)	1.344	1.509	1.579
kapitalwertneutrale Wiederanlage	0	-54	-129
Mehrergebnis 2006, 2007 und 2008 (Stichtagserklärung)	90	150	69
Mehrergebnis 2006, 2007 und 2008 (Entwicklung Großhandelspreise)	6	135	268
Mehrergebnis 2006 und 2007 (Vergleichsumsetzung)	5	10	
Mehrergebnis	101	295	337
Anpassungen	101	241	208
<b>EBIT (Sachverständiger)</b>	<b>1.445</b>	<b>1.749</b>	<b>1.787</b>

## 6. Rentenphase

Die grundsätzlichen Annahmen der Bewertungsgutachterin und Prüferin für die so genannte ewige Rente erwiesen sich nach Auffassung der Kammer nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen als noch hinreichend plausibel. Es war angesichts der Entwicklung der Umsätze und Margen des Vattenfall-Konzerns innerhalb der Detailplanungsphase allerdings nicht ersichtlich, dass zum 31. Dezember 2008 ein Beharrungszustand in dem Sinne erreicht sein würde, dass die Gesellschaft nach diesem Zeitpunkt nur noch in der Lage sein würde, ihre Kapitalkosten zu erwirtschaften. Der zeitliche Aufsatzpunkt für die Rentenphase war entsprechend der Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen daher zu korrigieren.

#### **a) Grundsätze der ewigen Rente nach IDW S1**

Für die Bewertung der ewigen Rente ist ein eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszustand oder Gleichgewichtszustand) der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens anzunehmen, in welchem sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse nicht mehr wesentlich bzw. nur mit einer konstanten Rate fortentwickeln, welcher mit einem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszins Rechnung getragen wird (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15).

Die finanziellen Überschüsse für die fernere, zweite Phase werden bewertungstechnisch grundsätzlich aus den für die Detailplanungsphase angesetzten Werten unter Berücksichtigung von langfristigen Trendentwicklungen bestimmt (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 71 Anh § 11 SpruchG). Daneben ist im Einzelfall aber regelmäßig auch die Frage zu berücksichtigen, ob die künftig noch zu erwartende Veränderung der jährlichen Überschüsse durch einen konstanten Wachstumsfaktor angemessen dargestellt werden kann.

Lässt sich diese Frage nicht uneingeschränkt positiv beantworten, wird die tatsächlich dauerhaft erzielbare Profitabilität des Unternehmens durch eine bloße Fortschreibung der prognostizierten Ergebnisse des letzten Planjahrs nicht ausreichend abgebildet. Aus diesem Grunde kann die Art und Weise der Modellierung der Rentenphase nicht schematisch erfolgen, sondern muss vielmehr die Eigenheiten des zu bewertenden Unternehmens, dessen Umfeld sowie die Besonderheiten der Branche berücksichtigen.

#### **b) Ansatz der Bewertungsgutachterin**

Im vorliegenden Fall war die Bewertungsgutachterin der Auffassung, dass eine Fortschreibung

der Ergebnisse aus der Planungsphase grundsätzlich nicht geeignet ist, um ein typisches Normergebnis der Gesellschaft abzuleiten. Sie begründete dies mit den bereit angesprochenen erheblichen Prognoseunsicherheiten für das Geschäftsmodell des Konzerns, die nicht durch das Managements der Gesellschaft beeinflusst werden konnten, da sie im Wesentlichen auf politischen Entscheidungen betreffend die regulatorischen Rahmenbedingungen beruhten. Als Beispiel führte vor allem die unklare Ausgestaltung der Zuteilung von CO<sub>2</sub>-Emissionsrechten nach dem Jahr 2008 im Rahmen des zweiten nationalen Allokationsplans an. Vor diesem Hintergrund hätten sich die Schätzungen über die zukünftigen Kosten für den Erwerb von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten vor dem Bewertungsstichtag in einem sehr breiten Korridor bewegt. Darüber hinaus sei wegen der zunächst kostenlosen Zuteilung der Zertifikate eine gesellschaftliche Diskussion zu beobachten gewesen, dass hieraus resultierende Mitnahmeeffekte der Elektrizitätswirtschaft vermieden beziehungsweise eingeschränkt werden sollten. Darüber hinaus seien auch die Grundzüge für die künftige Festlegung der Netzentgelte noch nicht ausreichend erkennbar gewesen.

aa) Aufgrund der genannten Entwicklungen hielt die Bewertungsgutachterin die Annahme für gerechtfertigt, dass in der Energiebranche auf längere Sicht mit Ertragsminderungen zu rechnen und daher auch die VEAG nicht in der Lage sein würde, die Ergebnisse aus der Planungsphase nachhaltig zu erzielen. Sie nahm dies zum Anlass, das Normergebnis nicht aufgrund der einzelnen Komponenten des Betriebsergebnisses zu planen, sondern unter Berücksichtigung der voraussichtlichen Entwicklung des Anlagevermögens des Konzerns ein Ergebnis in Höhe des von den Wettbewerbern veröffentlichten Kapitalkostensatzes von 9 % Unternehmenssteuern einzusetzen. Es sei davon auszugehen, dass sich das nachhaltige Ergebnis des Unternehmens der branchenüblichen Rendite angleichen werde, was bereits aufgrund der für alle Unternehmen der Branche identischen regulatorischen Rahmenbedingungen zu erwarten sei. Nach dem Bewertungsmodell von bietet sich eine Prognose Finanzierungskosten der VEAG auf der Grundlage der kalkulierten Entwicklung der langfristigen Rückstellungen in den Bereichen Pensionen, Kernenergie und Bergbau an. Für die beiden zuletzt genannten Bereiche geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass die für die Erledigung der verbleibenden Restaufgaben nach Beendigung der operativen Tätigkeit notwendigen Aufwendungen auf einen Fonds ausgelagert würden.

bb) Bewertungstechnisch ist zwar grundsätzlich dem Zweiphasenmodell des IDW S 1 gefolgt und hat der auf den Planungen der Vattenfall aufbauenden Detailplanungsphase bis zum Jahr 2008 eine Phase der ewigen Rente folgen lassen. Allerdings hat die Bewertungsgutachterin den Wert für die Rentenphase nicht auf der Grundlage von zukünftigen Gewinnzuflüssen an die Unternehmenseigner bestimmt, sondern auf der Basis der erwarteten typischen Verzinsung

der im Unternehmen gebundenen Mittel. Zu diesem Zweck hat die Bewertungsgutachterin die Vermögenslage des Unternehmens zum 31. Dezember 2008 ermittelt und hier verschiedene Anpassungen auf der Aktiv- und Passivseite vorgenommen, um zu einer aus ihrer Sicht nachhaltigen Vermögenslage zu gelangen (s. Darstellung in Tz. 429 des Hauptgutachtens). Aus diesem Anlagevermögen hat sie im Anschluss die sogenannte „Asset Base“ ermittelt, indem sie weitere Korrekturen betreffend die Posten „Bergbau Assets“, „Eigenkapital assoziierter Beteiligungen“ sowie „Sonstige Finanzanlagen“ für erforderlich gehalten hat. Auf der Basis des von Wettbewerbern der VEAG veröffentlichten Kapitalkostensatzes vor Unternehmenssteuern in Höhe von 9 % hat I im Anschluss ein nachhaltiges EBIT berechnet und dieses als Grundlage für den Rentenwert in Ansatz gebracht.

Wie oben bereits einleitend erwähnt, entspricht diese Art und Weise der Ableitung des Ergebnisses der Rentenphase - soweit die Kammer dies anhand der eigenen jahrelangen Spruchpraxis sowie den veröffentlichten Entscheidungen anderer Gerichte entnehmen kann - nicht der üblichen Vorgehensweise bei einer Ertragswertberechnung nach dem Standard IDW S1. Dort stehen die im eingeschwungenen Zustand des Unternehmens zu erwartenden Ertrags- und Aufwandspositionen im Vordergrund, nicht aber die Markterwartung an die Höhe der Rendite des im Unternehmen gebundenen Kapitals.

### **c) Kritische Überprüfung des Ansatzes**

Die Bewertungsansätze von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin waren in vollem Umfang Gegenstand einer umfassenden Prüfung durch die Kammer. Die von der Antragsgegnerin vertretene Ansicht, die im Bewertungsgutachten getroffenen Annahmen für die ewige Rente unterlägen als unternehmerische Entscheidung der VEAG einer nur eingeschränkten Prüfung durch das Spruchgericht - und damit auch durch den von diesem beauftragten Sachverständigen - war bei näherer Betrachtung ganz offensichtlich unzutreffend. Da der Berechnung des „Terminal Value“ gerade nicht auf einer Fortschreibung der Planung der Gesellschaft beruhte, sondern auf dem von für angemessener gehaltenen „Verzinsungsmodell“, waren keine „geschäftliche Entscheidungen“ des Vorstands ersichtlich, welche zu respektieren gewesen wären. Lediglich der Umstand, dass sich die - insoweit nicht mit den Vertretungsorganen der VEAG gleichzusetzende - Antragsgegnerin im Zuge der Bestimmung der von ihr zu leistenden Abfindung den Inhalt des Bewertungsgutachtens zu eigen gemacht hat, führt nicht dazu, dass die Bewertung in diesem Punkt keiner umfassenden gerichtlichen Prüfung mehr unterliegen würde.

aa) Der gerichtliche Sachverständige hat im Rahmen seines Gutachtens die von            verwendete Methode überprüft und einige aus seiner Sicht „handwerkliche“ Fehler bei der Überleitung der Aktiva und Passiva des Anlagevermögens vom Ende der Detailplanungsphase zum Terminal Value ab 2009 berichtigt:

Dies betraf zum einen die Doppelerfassung eines Betrages in Höhe von 304 Mio. EUR durch            der nach dem Modell der Bewertungsgutachterin sowohl zum einmaligen Abbau eines negativen Finanzierungssaldos verwendet wird, gleichzeitig aber auch für eine pauschale Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung stehen soll. Durch die entsprechende Anpassung verringert sich das Eigenkapital der Gesellschaft und der Zinsaufwand steigt durch den höheren Finanzierungssaldo. Innerhalb des Bewertungsmodells von            beträgt der negative Werteffekt nach den Berechnungen des Sachverständigen 1,12 EUR pro Stückaktie (vgl. Tz. 203 des Hauptgutachtens).

Darüber hinaus hielt der Sachverständige die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Bestimmung des Verschuldungsgrades in der ewigen Rente für fehlerhaft, da sie den Marktwert des Fremdkapitals bei Eintritt in die Rentenphase seiner Auffassung nach unrichtig berechnet hat.            habe nicht berücksichtigt, dass das verzinsliche Fremdkapital abnehme und vor diesem Hintergrund den Marktwert zu gering angesetzt. Aufgrund dieser Anpassung verringere sich der Unternehmenswert leicht um 0,18 EUR je Aktie, allerdings nehme zugleich die Differenz zwischen Markt- und Buchwert des Fremdkapitals ab, so dass auch Vereinfachungsgründen auch der Buchwert angesetzt werden könne. Nach der Einschätzung des Sachverständigen werde in der Bewertungspraxis vielfach die Annahme getroffen, dass sich diese beiden Werte entsprechen.

bb) Der Sachverständige hat sich allerdings an keiner Stelle seiner Gutachten tatsächlich kritisch mit der von der Kammer aufgeworfenen Frage auseinandergesetzt, ob die von der Bewertungsgutachterin angewandte Methodik im Rahmen eines Ertragswertgutachtens durchgreifenden Bedenken begegnet und aus diesem Grund eine alternative Berechnung des Terminal Value durchgeführt werden müsste.

Der gerichtliche Sachverständige hat insoweit mehrfach darauf verwiesen, dass er sich an die von            für die Ermittlung des Werts der Rentenphase gewählte Methode nicht gebunden gesehen hat. Er habe jedoch im vorliegenden Fall die Betrachtung der Verzinsung des langfristig im

Unternehmen gebundenen Anlagevermögens als Aufsetzpunkt aber für sachgerecht gehalten (vgl. zuletzt 3. Ergänzungsgutachten Tz. 27). Nach seiner Meinung steht der Ansatz „Verzinsung der Asset Base“ auch den Grundsätzen des IDW S1 (2008) nicht entgegen. Nicht die Methodenwahl als solche sei entscheidend, sondern die Plausibilität der dem gewählten Ansatz zugrundeliegenden Annahmen. Nach alledem war seiner Auffassung nach die Verzinsung der „Asset Base“ als der beste Schätzer für die Höhe der langfristigen Profitabilität der VEAG anzusehen.

Zwar hat die Kammer, wie sie bereits mit dem ersten Beweisbeschluss vom 1. Februar 2011 deutlich gemacht hat, Bedenken gegen diese Art und Weise der Bestimmung des Werts des Rentenbeitrags zum Unternehmenswert gehabt. Dies gründete gerade darauf, dass sie – unabhängig von einer theoretischen Vereinbarkeit mit dem Bewertungskonzept nach IDW S 1 – bislang weder in der eigenen Spruchpraxis noch in veröffentlichten Entscheidungen eine Verwendung des Modells „Verzinsung der Asset Base“ hat beobachten können.

cc) Insoweit stellte sich die - auch von einer Mehrzahl von Antragstellern aufgeworfene - Frage, ob es sich hierbei um eine allgemein anerkannte und in der Betriebswirtschaft übliche Methode zur Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens handelt, deren Verwendung die obergerichtliche Rechtsprechung für die Ermittlung des angemessenen Abfindungsbetrages im Rahmen von Strukturmaßnahmen verlangt. Allerdings bezieht sich diese Anforderung nach dem Verständnis der Kammer auf die für die gesamte Wertableitung verwendete Methode – so etwa nach dem Ertragswertverfahren, die Bestimmung des Werts über den Börsenkurs oder über EBIT- oder EBITDA-Multiplikatoren. Soweit innerhalb einer anerkannten Methode – wie vorliegend bei der Anwendung des IDW S 1- bestimmte Entscheidungen getroffen werden, welche die Wertbestimmung betreffen, führt dies auch für den Fall, dass es sich um eine eher ungebrauchliche Vorgehensweise handelt, nicht dazu, dass die gesamte Berechnung des Unternehmenswerts von vornherein als nicht gesetzeskonform verworfen werden müsste.

dd) Aus diesem Grunde sah sich die Kammer vorliegend nicht aus grundsätzlichen Erwägungen gehindert, der vom gerichtlichen Sachverständigen vorgenommenen Bewertung zu folgen.

Der Sachverständige hat im Rahmen der Wahl des Bewertungsmodells für die ewige Rente die für die Entwicklung der Umsatzerlöse der VEAG ab dem Jahr 2009 diejenigen maßgeblichen Unwägbarkeiten analysiert, welche nicht durch die Gesellschaft selbst beziehungsweise Entscheidungen ihres Managements beeinflusst werden können:

Hierbei handelt es sich zum einen um die Frage der - aus Sicht des Stichtages - künftigen Entwicklung der Anreizregulierung für die Netzentgelte. Die Einführung einer solchen anstelle der zuvor geltenden Kostenregulierung war für das Jahr 2008 vorgesehen, wobei die Bundesnetzagentur bis zur Mitte des Jahres 2006 unter Mitwirkung von Wirtschaft und Wissenschaft ein umsetzungsfähiges Konzept vorlegen sollte. Die Fragen des Inhalts und der Umsetzung der Anreizregulierung betrafen die Geschäftseinheit „Transmission und Distribution“, welche innerhalb des Detailplanungszeitraums einen Anteil von 20 % der Ergebnisse der VEAG beitragen sollte.

Darüber hinaus war auch die weitere Ausgestaltung des CO<sub>2</sub>-Zertifikatehandels noch unklar. Dieser beruht europaweit auf Vorgaben der Europäischen Union und hat zur Folge, dass für den Betrieb bestimmter Anlagen seit dem 1. Januar 2005 Emissionszertifikate benötigt werden. Diese Zertifikate wurden für die erste Handelsperiode bis Ende des Jahres 2007 im Rahmen des ersten nationalen Allokationsplans in Deutschland kostenlos zugeteilt. Die Ausgestaltung der folgenden Allokationsperiode war zum Bewertungsstichtag noch ungewiss und Gegenstand kontroverser Debatten zwischen der Politik und den betroffenen Wirtschaftskreisen. Eine Verabschiedung durch das Kabinett erfolgte dann am 28. Juni 2006 und damit noch in gewisser zeitlicher Nähe zum Stichtag.

ee) Ausdrücklich nicht gefolgt ist der Sachverständige der von            aufgestellten These, dass eine „herkömmliche“ Prognose der Ergebnisse der VEAG ab dem Jahr 2009 wegen der politischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten bei den zukünftigen Rahmenbedingungen für Energieversorgungsunternehmen nicht möglich gewesen sei. Vielmehr hat er diese Annahme in Tz. 523 zurückgewiesen und festgestellt, auch erhebliche Unsicherheiten könnten nicht dazu führen, dass Prognosen einzelner Werttreiber und Abschätzungen der daraus folgenden Ergebnisbeiträge nicht möglich seien.

ff) Gegen die Validität einer solchen Annahme sprach bereits der Umstand, dass die VEAG nach den Ausführungen des Sachverständigen im Zuge der Konzernplanung für die Geschäftsjahre 2006 bis 2008 ein eigenes Marktmodell entwickelt hatte, welches auch langfristige Prognosen der Spotmarktpreise für Strom bis zum Jahr 2030 umfasste (vgl. Tz. 334 des Hauptgutachtens). Zwar handelte es sich bei diesem Modell nicht um eine Grobplanung, sondern um eine Szenarioanalyse, welche Faktoren wie die Entwicklung der Kosten für die Einsatzstoffe CO<sub>2</sub>, Gas/Öl und Steinkohle, die auf Seiten der Gesellschaft installierte Kapazität sowie die Frage des Zeitpunkts der Stilllegung der Kernkraftwerke abbilden sollte. Allerdings haben die Szenariobetrachtungen der VEAG nach den Feststellungen des Sachverständigen ausdrücklich auch die re-

gulatorischen Rahmenbedingungen mit einbezogen. Dies zeigt, dass die VEAG sich zum Bewertungsstichtag jedenfalls in der Lage sah, die Auswirkungen von entsprechenden Änderungen in ihre Prognosen zur Spotpreisentwicklung einzubeziehen.

Die Existenz eines solchen Modells allein war allerdings nicht ausreichend, um auf dieser Basis einen Ertragswert für den VEAG-Konzern für die ewige Rente ableiten zu können. Um insoweit eine hinreichende Schätzbasis herstellen zu können, hätte es einer deutlich umfangreicheren Datenerhebung bedurft, wobei entsprechende Werte weder von            noch dem gerichtlichen Sachverständigen ermittelt worden sind. Darüber hinaus wurde von Seiten der Antragsgegnerin nicht offengelegt, welchen Detaillierungsgrad dieses „Marktmodell“ besessen hat. Falls es sich, wovon wohl auszugehen ist, allein auf die denkbare Strompreisentwicklung an der Terminbörse bezogen hat, wäre es von vornherein nicht ausreichend gewesen, um hierauf ein Ertragsmodell für den gesamten Konzern stützen zu können.

Hinzu kam die Besonderheit des Geschäftsmodells der VEAG als integriertem Stromversorgungsunternehmen mit eigenen Erzeugungskapazitäten und Verteilungsnetzen. Im Unterschied zu vielen anderen Industriebereichen, bei denen als Werttreiber auch immaterielle Faktoren wie Marken, Kundenbeziehungen und technologiebasierte Werte eine immer stärkere Rolle spielen, sind für Versorgungsunternehmen hauptsächlich materielle Werte wie Kraftwerke und Netze maßgeblich (vgl. auch Beyer/Keller in Drukarzcyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 402). Zwar mögen im Einzelfall auch vertraglichen Beziehungen, und hier insbesondere Verwertungsrechte für Bodenschätze oder feste Abnahmeverpflichtungen Dritter für Energie, eine wesentliche Rolle spielen. Da im Fall der VEAG die wesentlichen Rohstoffvorräte in Form der in der Lausitz belegenen Braunkohlevorkommen im Unternehmenseigentum und die erzeugten Strommengen zum ganz überwiegenden Teil von Konzernunternehmen abgenommen und vermarktet wurden, spielten derartige Beziehungen im Rahmen der Bewertung nur eine untergeordnete Rolle.

Wegen Bedeutung des Sachanlagevermögens für den Unternehmenswert wird bei der (isolierten) Bewertung von Kraftwerken und Netzen sowohl auf marktorientierte als auch auf kapitalwertorientierte und kostenorientierte Verfahren zurückgegriffen, auch wenn DCF- beziehungsweise Ertragswertverfahren bei sämtlichen Bewertungsanlässen eine dominierende Stellung einnehmen (vgl. Beyer/Keller, a.a.O., S. 406 f.). Allerdings kommt gerade bei der Bewertung von Netzen neben den DCF-Verfahren auch das Sachzeitwertverfahren zur Anwendung (vgl. vgl. Beyer/Keller, a.a.O., S. 419).

gg) Vor diesem Hintergrund erschien die Entscheidung des Sachverständigen, für die langfristige Bewertung der VEAG vorrangig auf das Sachanlagevermögen innerhalb der vorhandenen „Asset Base“ abzustellen und hier eine Verzinsungsannahme für die entsprechenden Forderungen der Eigenkapitalgeber zu treffen, jedenfalls nicht als fernliegend. Dabei war vom Grundsatz her zu berücksichtigen, dass jeder Unternehmensbewertung ohnehin nur eine mehr oder weniger genaue Schätzung der zukünftigen Erträge zugrunde liegt, so dass dem Spruchverfahrensgericht innerhalb des Rahmens des § 287 ZPO ein Ermessensspielraum auch bei der Wahl der Ermittlungsmethode zusteht.

Schließlich war zum jetzigen Zeitpunkt auch die lange Dauer des hiesigen Verfahrens bis zur Erstellung des dritten Ergänzungsgutachtens des Sachverständigen ein wesentlicher Aspekt bei der Entscheidung der Kammer, nicht eine weitere Begutachtung der Rentenphase auf der alternativen Basis der wahrscheinlichen Erträge der einzelnen Geschäftsbereiche der VEAG für die Zeit ab 2009 in Auftrag zu geben. Eine solche Verfahrensweise hätte den Abschluss des Verfahrens erneut erheblich verzögert, ohne dass sicher oder auch nur mit überwiegender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden konnte, dass eine weitere Beweiserhebung mit einem erheblichen weiteren Erkenntnisgewinn verbunden gewesen wäre.

#### hh) Ableitung der ewigen Rente aus der Detailplanungsphase

Im Hinblick auf eine denkbare Ableitung des Rentenwerts aus der Detailplanungsphase hat der gerichtliche Sachverständige in seinen Gutachten ausgeführt, dass er eine – im Rahmen einer Bewertung nach IDW S1 durchaus gebräuchliche und zum Teil auch angewandte – reine Fortschreibung der Werte aus dem Detailplanungszeitraum in die ewige Rente nicht für sachgerecht hält.

Eine insoweit eher „technische“ Ableitung auf der Basis des letzten Planjahrs 2008 oder des Mittelwerts der Jahre 2006 bis 2008 hätte nach seiner Auffassung allenfalls „zufällig“ zu einem plausiblen Ergebnis führen können. Insbesondere die Fortschreibung des von ihm angepassten EBIT für 2008 hätte seiner Auffassung nach unter Berücksichtigung des Niveaus der Großhandelspreise und des damit erreichten Margen- und Ergebnisniveaus des VEAG-Konzerns zu einer Überschätzung des Unternehmenswerts geführt. Daher hätten für den Fall der (konventionellen) Ableitung eines Werts für die ewige Rente die Ergebnisverläufe im Zeitablauf differenziert nach den einzelnen Business Units der VEAG weiter analysiert werden müssen. Eine solche An-

lyse haben - wie oben bereits erwähnt - weder die Bewertungsgutachterin noch die Barabfindungsprüferin oder der gerichtliche Sachverständige vorgenommen. Damit war dem Gericht eine nähere Untersuchung zu sich möglicherweise ergebender Abweichungen zu dem vom Sachverständigen ermittelten Unternehmenswert nicht möglich.

Im Ergebnis stimmt die Kammer mit der Wertung des Sachverständigen überein, dass eine bloße Fortschreibung der Ergebnisse aus der Detailplanungsphase nicht in Betracht gekommen wäre. Unabhängig von der Frage, ob die pauschale Einschätzung des Sachverständigen zutrifft, dass ein solches Vorgehen zu einer Überschätzung des Ertragswerts der VEAG geführt hätte, hätten dem auch bewertungstheoretische Bedenken entgegengestanden. Eine Weiterführung des Ergebnisniveaus der Jahre 2006 bis 2008 hätte vorausgesetzt, dass zum Ende der – gegebenenfalls auch verlängerten – Detailplanungsphase ein eingeschwungener Zustand hätte festgestellt werden können. Diese Feststellung konnte aber schon wegen der ungewissen Veränderungen des Marktumfelds durch die regulatorischen Bedingungen nicht getroffen werden. Wie der Sachverständigen zutreffend ausführt, hätte eine Fortschreibung daher nur zu einem „zufällig“ richtigen Ergebnis führen können, welches sich einer weiteren Plausibilisierung entzogen hätte.

Schließlich hielt es die Kammer für fraglich, ob die vom Sachverständigen angesprochene Analyse der Ergebnisverläufe sämtlicher Konzerneinheiten mit einer jeweils hierauf basierenden Prognose tatsächlich zu einer „besseren“ Schätzgrundlage für die ewige Rente geführt hätte als der von ihm (und gewählte Ansatz. Zwar mag die Einschätzung der Auswirkungen zukünftiger Regulierung auf das Geschäftsmodell der VEAG nicht unmöglich gewesen sein. Es wäre aber wohl zur Betrachtung verschiedener Szenarien mit einer relativ breiten Wertspreizung gekommen, so dass auch auf dieser Grundlage eine mehr oder weniger freie Schätzung hätte erfolgen müssen, welcher Wert innerhalb dieser Bandbreite aus der Sicht des Bewertungsstichtags die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit gehabt hätte.

Auch im Übrigen lag der Kammer keine alternative Berechnungsgrundlage vor, auf deren Basis ohne weitere, umfangreiche und zeitintensive Ermittlungen das Ergebnis des Modells „Verzinsung der Asset Base“ hätte plausibilisiert oder ersetzt werden können.

Die genannten Gründe ließen es insgesamt nicht rechtfertigen, das Verfahren nunmehr nicht auf der Grundlage des vom gerichtlichen Sachverständigen gefundenen Ergebnisses zu beenden.

#### d) Höhe/Bewertung der Asset Base

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in seinem Hauptgutachten die von aus der Bilanz des Jahres 2008 abgeleitete Asset Base näher analysiert und im Ergebnis an mehreren Stellen Änderung für erforderlich gehalten. Wie nachfolgend noch zu erörtern sein wird, existiert allerdings keine allgemein verbindliche oder anerkannte Vorgabe, wie die Asset Base eines komplexen Unternehmens zu bestimmen ist.

aa) Der Sachverständige stellt in Tz. 429 ff. seines Hauptgutachtens zunächst die von vorgenommene Anpassung der Bilanzplanung der VEAG für das Jahr 2008 auf das Normjahr 2009 sowie die weitere Überleitung in die Asset Base vor.

bb) Ausgehend von den Anpassungen des Sachverständigen für die Jahre 2006 bis 2008 ergibt sich als Aufsetzpunkt gegenüber 16.093 Mio. € bei eine geringere Asset Base von 13.885 Mio. €, welche durch den Wegfall der fiktiven Finanzanlage auf thesaurierte Beträge bedingt ist.

Die weitere Bereinigung „handwerklicher Fehler“ des Gutachtens führt nach Maßgabe der Ausführungen in Tz. 182 ff. des Hauptgutachtens insgesamt zu eher negativen Werteffekten und einem Wert pro Aktie von 28,84 €, der nach den Ausführungen des Sachverständigen auch im Wege der Anwendung des WACC-Verfahrens verifiziert werden kann (vgl. Tz. 241 des Hauptgutachtens).

So hat den Posten „Finanzanlagen ohne langfristige Forderungen“ doppelt berücksichtigt, und zwar einmal als Bestandteil der Asset Base und zum anderen erneut bei der Bestimmung des Zinsertrags innerhalb der Asset Base. Der Werteffekt dieses Fehlers war mit 0,01 EUR allerdings zu vernachlässigen.

Darüber hinaus hielt es der gerichtliche Sachverständige für nicht plausibel, dass die Bewertungsgutachterin das „Net Working Capital“ der VEAG nicht in die Asset Base einbezogen hat, da auch hinsichtlich des im Unternehmen vorhandenen und für die Aufrechterhaltung des Betriebs beziehungsweise der Produktionsprozesse vorhandenen Kapitals von den entsprechenden Eigen- und/oder Fremdkapitalgebern eine Verzinsung verlangt werde. Diese Argumentation war nachvollziehbar, so dass das nach den Berechnungen des Sachverständigen zum Ende der Detailplanungsphase ein Wert von -1.557 Mio. EUR zu berücksichtigen war. Angesichts der Höhe dieses Betrages konnte, wie der Sachverständige zutreffend anmerkt, nicht davon ausge-

gangen werden, dass die von der Bewertungsgutachterin unterlassene Berücksichtigung des Net Working Capital keine Auswirkungen auf das Bewertungskalkül haben könnte.

Schließlich hat der Sachverständige die Erträge aus fiktiven Finanzanlagen, aus denen steuerliche Entlastungen hergeleitet hat, rückgängig gemacht, da der entsprechende Rechnungsposten in seinem Modell wegen der vollständigen Auskehrung des gesamten Ausschüttungspotenzials der VEAG am Ende der Detailplanungsphase zwangsläufig entfällt. Dies führte zu einer deutlichen Verringerung des Unternehmenswerts in Höhe von 5,00 EUR pro Stückaktie.

Da sich der Unternehmenswert der VEAG durch die vom Sachverständigen bewertungstechnisch für erforderlich gehaltenen Maßnahmen – jedenfalls zunächst - im Ergebnis reduziert, waren die von der Antragsgegnerin zu diesen Punkten erhobenen Einwendungen in der Sache nicht nachvollziehbar. Ein näheres Eingehen auf diese erübrigte sich daher nach Auffassung der Kammer.

cc) Deutlich werterhöhend wirkt sich dagegen aus, dass der Sachverständige bei seinen Betrachtungen die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Neuberechnung der Pensionsrückstellungen für die betriebliche Altersvorsorge der Mitarbeiter des VEAG-Konzerns rückgängig gemacht.

hatte in ihrem Bewertungsmodell die langfristigen Pensionsrückstellungen innerhalb der Asset Base gegenüber dem letzten Planjahr um 1.790 Mio. EUR auf 3.963 Mio. EUR erhöht und ist in Höhe des Differenzbetrages von einer proportionalen Verringerung des Eigenkapitals ausgegangen. Die Bewertungsgutachterin hat die Neubewertung im Wesentlichen damit begründet, dass seit 2004 Verhandlungen mit dem Konzernbetriebsrat über die Vereinheitlichung der betrieblichen Altersvorsorge geführt würden hat darüber hinaus auf die von einem Versicherungsmathematiker ermittelten erwarteten jährlichen Netto-Rentenzahlungen um pauschale Zuschläge erhöht. Zur Begründung hat die Bewertungsgutachterin ausgeführt, dass den bisherigen Berechnungen zum einen nicht der gesamte Umfang der Begünstigten zugrunde gelegen habe. Zum anderen seien im Jahr 2005 für die Rentenformeln neue Richttafeln von Heubeck eingeführt worden.

Die Antragsgegnerin hat diese Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin verteidigt und geltend gemacht, dass die Neuberechnung der betrieblichen Altersvorsorge durch den Vorstand eingeleitet und im Bewertungsgutachten zutreffend abgebildet worden sei. Insoweit komme es

nicht darauf an, dass konkrete Tarifabschlüsse zum Bewertungsstichtag noch ausgestanden hätten.

Demgegenüber war der gerichtliche Sachverständige der Auffassung, dass die in das Bewertungsgutachten eingeflossen Annahmen einer Erhöhung der Pensionsrückstellungen um rund 94 % gegenüber dem letzten Planjahr 2008 nicht plausibel sind. Soweit sich auf mögliche Ergebnisse der Verhandlungen mit dem Konzernbetriebsrat gestützt hat, waren diese zum Bewertungsstichtag nicht abgeschlossen. Im Rahmen der Tätigkeit des Sachverständigen hätten sich keine Hinweise ergeben, dass sich in den Verhandlungen bis zum Bewertungsstichtag bereits konkrete Konzepte für eine Neuordnung der betrieblichen Altersversorgung im VEAG-Konzern abgezeichnet hätten. Aus diesem Grunde habe er in seinem Gutachten die bis zum 31. Dezember 2008 in der Bilanz ausgewiesenen und testierten Pensionsrückstellungen übernommen.

Der Einwand der Antragsgegnerin, der zukünftig entstehende Aufwand werde im Gutachten deutlich unterschätzt, war vor diesem Hintergrund nicht nachvollziehbar. Dies hätte unter Berücksichtigung des Stichtagsprinzips nämlich bedeutet, dass die bis zu diesem Zeitpunkt durchgeführten Berechnungen der VEAG die zukünftigen Aufwendungen massiv unterschätzt hätten, ohne dass sich dies auf die Testierung der Jahresabschlüsse ausgewirkt hätte.

Soweit im Jahr 2005 neue Rententafeln eingeführt worden sind, hat die Antragsgegnerin nicht nachvollziehbar darlegen können, dass deren Anwendung geeignet war, zu den von ihr beschriebenen Werteffekten zu führen. Dagegen sprach bereits, dass die von ihr durchgeführte Neuberechnung der Rückstellungen ausschließlich mit dem für 2006 geplanten Konzerntarifvertrag begründet hat. Von einer Neuberechnung aufgrund aktualisierter Rentenformeln ist dagegen im Bewertungsgutachten an keiner Stelle die Rede. Insoweit konnte die Antragsgegnerin nicht mit der schlichten Behauptung gehört werden, der Vorstand habe die im Gutachten genannten Werte für zutreffend gehalten. Der gerichtliche Sachverständige beschreibt in Tz. 472 ff. seines Gutachtens zwar die von insoweit nicht offengelegte Vorgehensweise. Diese kann aber in der Sache kaum überzeugen, da sie mit pauschalen Zuschlägen operiert, deren Berechtigung sich nicht nachvollziehen lässt. Entsprechend hat auch der gerichtliche Sachverständige sie als nicht plausibel erachtet, da zudem auch keine konsistente Umsetzung der Änderungen im Bewertungsmodell von stattgefunden habe. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin im Rahmen der von ihr durchgeführten Berechnungen keine trennscharfe Abgrenzung zwischen erdienten und noch zu erdienenden Ansprüchen der Mitarbeiter vorgenommen. Auch sind keinerlei Annahmen zu möglichen Einsparmaßnahmen getroffen worden (vgl. Tz. 477 des Haupt-

gutachtens).

Die Kammer hielt die Argumentation des Sachverständigen (auch) in diesem Punkt für überzeugend und folgt ihr aus diesem Grunde.

dd) Im Übrigen hat der Sachverständige auch weitere von der Bewertungsgutachterin mit dem Übergang in die ewige Rente vorgenommenen Veränderungen hinsichtlich der Höhe des Sachanlagevermögens der VEAG zum Teil rückgängig gemacht und insoweit eine inhaltliche Anpassung an die Konzernbilanz zum Ende des Jahres 2008 hergestellt. Den vom Sachverständigen hierzu vertretene Ansatz, dass die Bilanz des Unternehmens zunächst einen ausreichenden Schätzer für den Zeitwert des Anlagevermögens bietet, sah die Kammer als plausibel an.

Dies betraf - soweit mit den Anpassungen spürbare Wertauswirkungen auf die Höhe der Asset Base und damit auch den Unternehmenswert verbunden waren - zunächst die von ausgeblendete aktivierte Rückbauverpflichtung der VEAG im Zusammenhang mit den Bergbauaktivitäten des Konzerns. Soweit die Bewertungsgutachterin die Ansicht vertreten hat, bei der Aufnahme dieses Teils der historischen Anschaffungskosten in das Sachanlagevermögen handele es sich um einen rein buchungstechnischen Vorgang, war dies nicht nachvollziehbar. Wie der gerichtliche Sachverständige zu Recht geltend macht, hätten die Rückbauverpflichtungen in diesem Fall auch nicht mit einem Wert von 460 Mio. EUR bilanziert werden dürfen. Es war auch nicht ersichtlich, dass diese Bilanzposition ab dem Jahr 2009 hätte berichtigt werden müssen, beziehungsweise eine deutliche Abschmelzung zu erwarten gewesen wäre.

Auch der – negative – Wert der Kernenergieückstellungen war aus diesem Grunde weiterhin als Teil der Asset Base zu behandeln. Aus Sicht des Stichtages stand zwar fest, dass für die noch in Betrieb befindlichen Kraftwerke feste Restlaufzeiten vorgesehen waren. Hieraus ergab sich jedoch kein definierter zeitlicher Korridor, innerhalb dessen die finanziellen Verpflichtungen der VEAG, welche sich aus dem (gemeinschaftlichen) Betrieb von Kernkraftwerken ergeben, zu erfüllen wären beziehungsweise erfüllt sein würden. Daher war es nicht plausibel, dass die zum 31. Dezember 2008 vorhandenen Rückstellungen in Höhe von 904 Mio. EUR vollständig aufgelöst und mit dem Eigenkapital der VEAG verrechnet hat. Vielmehr standen die entsprechenden zukünftigen Belastungen des Konzerns weiterhin in vollem Umfang im Raum. Diesbezüglich konnte es für die Zwecke der Bewertung nicht darauf ankommen, ob die VEAG sich unmittelbar an den Rückbaukosten würde beteiligen müssen oder ob eine fondsbasierte Lösung, die sämtliche (ehemaligen) Betreiber einbezieht, gefunden werden würde. Auch im zuletzt ge-

nannten Fall standen zukünftig fällig werdende Zahlungen des Konzerns im Raum.

Ähnliches galt für die langfristigen Forderungen gegenüber E.ON. Diesbezüglich war nach den Analysen des gerichtlichen Sachverständigen zum Bewertungsstichtag nicht ersichtlich, dass in absehbarer Zeit eine Ablösung erfolgen würde. Die Antragsgegnerin hat auch nicht geltend gemacht, dass die Gesellschaft außerhalb der Planung für die Jahre 2005 bis 2008 hier konkrete Veränderungen vorgesehen hätte. Daher war es folgerichtig, dass der Sachverständige die Forderung und den sich hieraus ergebenden Zinsbetrag (weiterhin) als Teil der Asset Base angesehen hat. Aus diesem Grunde konnte dahinstehen, ob der von der Bewertungsgutachterin vorgenommene fiktive Abbau der Forderung unter zeitgleicher Verrechnung gegen das Eigenkapital bewertungstechnisch korrekt vorgenommen worden ist.

Betreffend das Eigenkapital assoziierter Unternehmen hat sich die von            angenommene Auslösung dieser Position unter Verrechnung gegen das Eigenkapital der VEAG nach dem Modell der Bewertungsgutachterin zwar in der Bilanz für den Terminal Value ausgewirkt, nicht aber im Rahmen der Höhe der Asset Base, so dass diese unverändert geblieben ist. Damit hatte auch die vom gerichtlichen Sachverständigen für zutreffend gehaltene Rückgängigmachung der Annahme von            keine (potenziellen) Auswirkungen auf den Ertragswert.

Soweit er darüber hinaus für die Höhe des Eigenkapitals der drei assoziierten Unternehmen den zum 31. Dezember 2008 bilanzierten Wert von 717 Mio. EUR in Ansatz gebracht hat, war hiergegen nichts einzuwenden. Es war vielmehr nach dem Gutachten des Sachverständigen nicht ersichtlich, wie            zu einem geringeren Ansatz in Höhe von lediglich 663 Mio. EUR gelangt ist.

ee) Braunkohle

Hinsichtlich der fehlenden Berücksichtigung der bestehenden Braunkohlevorräte der VEAG bei der Berechnung der Höhe des gebundenen Vermögens zeigte sich die Problematik, dass keine allgemein verbindlichen Kriterien existieren, welche Vermögensgegenstände in eine zu Bewertungszwecken erstellte „Asset Base“ eines Unternehmens aufzunehmen sind. Entsprechend waren die Einwendungen mehrerer Antragsteller zunächst nicht von der Hand zu weisen, dass eine Nichteinbeziehung wegen des erheblichen Wertes, welche die in den Tagebauen der Gesellschaft zum Stichtag vorhandene Braunkohle repräsentierte, fehlerhaft sein müsse. Schließlich besaß die VEAG durch das Bergeigentum anstelle bloßer Abbaukonzessionen gegenüber den anderen integrierten Energieversorgern ein Alleinstellungsmerkmal.

Soweit der gerichtliche Sachverständige die Nichteinbeziehung der Braunkohlevorräte in die „Asset Base“ hauptsächlich mit der fehlenden Bilanzierung durch den VEAG-Konzern oder eine seiner Tochtergesellschaften begründet hat, war dies allein nicht unbedingt schlüssig.

So merkt der Sachverständige in Tz. 36 seines ersten Ergänzungsgutachtens bei der Frage der Behandlung der Sachanlage aus Rückstellungsbildung selbst an, dass die Frage, ob Vermögen bilanziert ist oder nicht, keinen Einfluss auf die Höhe des Unternehmenswerts haben kann. Dies spräche dafür, die von ihm aufgestellte Behauptung, dass die Braunkohlevorräte bereits deswegen nicht in die Asset Base aufzunehmen sind, weil sie in keiner Bilanz enthalten sind, zu hinterfragen. In Tz. 501 des Hauptgutachtens führt der Sachverständige zudem aus, dass bewertungstheoretisch auch nicht bilanzierte Vermögenswerte in die Asset Base einbezogen werden könnten, in diesem Fall aber die Höhe der Verzinsung über Benchmarks bestimmt werden müsste. Nach Auffassung des Sachverständigen dürfte sich „bei konsistenter Prämissensetzung“ im Ergebnis kein Unterschied zwischen dieser Methode und der von ihm gewählten Vorgehensweise ergeben.

Auf der anderen Seite führt er allerdings aus, dass es bei Unternehmen der „old economy“, bei denen es sich um integrierte Energieversorgungsunternehmen zumindest im Zeitpunkt des Bewertungsstichtages noch handelte, aus Vereinfachungsgründen möglich sei, das investierte Kapital über die Höhe sämtlicher bilanzierter Vermögenswerte abzuschätzen. Ansonsten wäre es erforderlich, jeden bilanzierten Posten dem Grunde und der Höhe nach zu hinterfragen, was leicht zu Inkonsistenzen im Verhältnis zum verzinslichen Fremdkapital führen könne.

Schließlich betont der Sachverständige – und allein diese Begründung erwies sich für die Kammer als letztlich entscheidend – dass es für die Einbeziehung von Werten in die Asset Base entscheidend darauf ankommt, ob auf das (jeweils) investierte Kapital eine entsprechende Verzinsung erfolgt. Diese sei über den Vergleich der investierten mit den erwarteten zurückfließenden Cashflows zu ermitteln (vgl. Hauptgutachten Tz. 443 sowie Tz. 859). Bei Ansatz dieses Maßstabs waren die zum Stichtag vorhandenen Braunkohlevorräte tatsächlich nicht in das Anlagevermögen einzubeziehen, da die Vorräte als solche unmittelbar keinerlei zukünftige Cashflows generieren. Vielmehr entstehen diese erst durch den stetigen Verbrauch der Kohle im Wege des Abbaus und der anschließenden Verstromung beziehungsweise den Verkauf von Veredelungsprodukten. Damit konnte es auf die von mehreren Antragstellern geäußerte Kritik, dass nach dem vom Sachverständigen gewählten Modell die Abbildung des Unternehmenswerts für die ewige

Rente gerade nicht auf die Höhe der zu erwartenden Erträge abstellt, nicht ankommen.

#### **ff) Latente Steuern**

Die Bewertungsgutachterin hat, ihrer Vorgehensweise im Übrigen entsprechend, auch im Hinblick auf die Bewertung der aktiven und passiven latenten Steuern des Konzerns eine Neubewertung vorgenommen. Der gerichtliche Sachverständige hat die von ... gewählte Vorgehensweise in Tz. 483 seines Hauptgutachtens ausführlich dargestellt und erläutert, dass ... im Wege der Saldierung und Verrechnung gegen das Eigenkapital der Gesellschaft von einer dauerhaften Auflösung latenter Steuern mit dem Zeitpunkt des Eintritts in die ewige Rente ausgegangen ist.

Auch diese Grundannahme hielt der Sachverständige für nicht zutreffend, da zum einen nicht ersichtlich sei, dass sich die nach dem Modell der Bewertungsgutachterin restlichen latenten Steuern „sofort“ auflösen würden. Zum anderen sei die Vermutung von ... zwar nicht fernliegend, dass sich die zum 31. Dezember 2008 vorhandenen „alten“ latenten Steuern im Zeitablauf laufend verringern würden. Allerdings gebe es keine konkreten Anhaltspunkte für die weitere Annahme der Bewertungsgutachterin, dass bei einem sich nicht verändernden Geschäftsmodell der VEAG in Zukunft nicht erneut latente Steuern entstehen würden. Vor diesem Hintergrund könne davon ausgegangen werden, dass sich die latenten Steuern zum Ende des Detailplanungszeitraums in einem Gleichgewichtszustand befinden und damit die Planung einer Auflösung dieser Posten weder erforderlich noch plausibel sei.

Die Kammer hielt das Ergebnis der Analyse des Sachverständigen auch in diesem Punkt für nachvollziehbar. Da der VEAG-Konzern nach IFRS bilanziert und regelmäßig Bewertungsunterschiede zwischen IFRS und HGB-Bilanz auftreten, spiegeln sich diese auch regelmäßig in der Steuerbilanz wider. Eine Auflösung der latenten Steuern wäre daher nur dann zielführend gewesen, wenn deren Entstehung durch Sondereffekte bedingt gewesen wäre. Da dies in Ermangelung entsprechender Anhaltspunkte offensichtlich nicht der Fall war, war für die von ... vorgenommene Neubewertung keine tatsächliche Grundlage ersichtlich.

Die weiteren Einwendungen der Antragsgegnerin gegen die Bestimmung der Höhe der Asset Base durch den Sachverständigen konnten nach Auffassung der Kammer nicht durchgreifen, da der Sachverständige das von ihm gefundene Ergebnis insoweit plausibel erklären konnte.

#### **gg) Weitere Einwendungen gegen die Ermittlung der Asset Base**

Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, der Sachverständige überschätze den Wert der Asset Base hinsichtlich des Anlagevermögens der Gesellschaft, da zum Bewertungsstichtag noch ein erheblichem Umfang Anlagen aus DDR-Zeiten vorhanden gewesen seien, war für diese Annahme keine Grundlage ersichtlich. Die vom Sachverständigen gegenüber dem Bewertungsgutachten vorgenommenen Anpassungen der Asset Base beinhalten keine Neubewertung des Sachvermögens der VEAG. Vielmehr hat er die entsprechenden Werte unverändert aus den Bilanzen des Konzerns übernommen. Diesbezüglich führt er zu Recht aus, dass angesichts der insoweit ähnlichen Bilanzierungsvorschriften nach HGB und IFRS grundsätzlich von einer eher vorsichtigen Bewertung und nicht von einer zu hohen Bewertung einzelner Bilanzpositionen auszugehen ist. Hätte eine Überbewertung des Anlagevermögens zum Bewertungsstichtag vorgelegen, wären die Jahresabschlüsse der VEAG kaum testiert worden, wie der Sachverständige zu Recht geltend macht.

Auch der Einwand, der bilanziellen „Sachanlage aus Rückstellungsbildung“ liege kein realer Vermögenswert zugrunde, welcher der Asset Base zugerechnet werden könne, konnte nicht durchgreifen. Der Sachverständige hat nachvollziehbar erläutert, dass es bei Unternehmen der „old economy“, zu denen die VEAG gehört, zulässig sei, das investierte Kapital in Ermangelung konkreter abweichender Anhaltspunkte über die bilanzierten Vermögenswerte abzuschätzen. Nichts anderes würde sich ergeben, wenn sämtliche Werttreiber des Unternehmens mit ihrem vom Bilanzierungsmechanismus unabhängigen Fair Value angesetzt würden.

Auf der Basis der vom gerichtlichen Sachverständigen gegenüber dem Bewertungsgutachten vorgenommenen Anpassungen ergab sich für die Höhe der Asset Base zum 31. Dezember 2008 die folgende Berechnung (vgl. Hauptgutachten Tz. 494):

Vattenfall Europe AG					
In Mio. €					
	Ist 2005	2006	Plan 2007	2008	TV ab 2009
Anlagevermögen (AV)	14.683	14.442	14.602	14.908	14.903
+ Nettoumlaufvermögen (NWC)*	-2.278	-2.254	-2.145	-2.017	-1.657
= Zwischensumme	12.405	12.188	12.517	12.892	13.408
+ Verzinsliches Umlaufvermögen	531	881	731	480	0
+ Fiktive Finanzanlage auf thesaurierte Beträge	0	0	0	0	0
- Anteile anderer Gesellschafter (AaG)	-313	-315	-316	-308	-121
= Zwischensumme	12.623	12.755	12.932	13.044	13.286
- Finanzverbindlichkeiten (Debt)**	-7.161	-8.685	-8.188	-5.642	-4.960
- Finanzierungssaldo	-75	-682	-1.356	-2.014	-2.513
= Zwischensumme	-7.236	-7.367	-7.545	-7.656	-7.474
<b>Eigenkapital</b>	<b>5.388</b>	<b>5.388</b>	<b>5.388</b>	<b>5.388</b>	<b>5.812</b>
Nachrichtlich: Asset Base für den Terminal Value					13.408

Wegen der von ihm vorgenommenen Änderungen ergaben sich auch steuerliche Folgeeffekte, welche der Sachverständige in Tz. 506 ff. des Hauptgutachtens dargestellt hat. Diese wirken sich wertsenkend aus, da auf der Grundlage einer Unternehmensbesteuerung von 38,90 % sowie einem persönlichen Steuersatz von 35 % weitgehend von der körper- und gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage ausgenommene Erträge aus fiktiven Finanzanlagen angenommen hat. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin eine teilweise Ausschüttung des Eigenkapitals assoziierter Unternehmen als in gleicher Weise steuerbefreit angesehen. Da der Sachverständige die diesen Überlegungen zugrunde liegenden Ausschüttungen rückgängig gemacht hat, konnte auch der werterhöhende Steuereffekt nicht eintreten.

Unabhängig von den von ihm vorgenommenen Änderungen des Umfangs der Asset Base stellt der Sachverständige fest, dass das von verwendete Modell von der seiner Auffassung nach fehlerhaften Annahme ausgeht, dass die gesamte Asset Base beim Eintritt in die ewige Rente zum Buchwert veräußert wird (Tz. 558). Die Frage nach einer Anpassung der Asset Base im Hinblick auf den „unendlichen“ Zeithorizont der Rentenphase stellte sich vor diesem Hintergrund für die Bewertungsgutachterin allerdings nicht.

Soweit die Antragsgegnerin meint, der Sachverständige habe die in der Bewertung durch angenommene Teilliquidation der Geschäftsfelder Bergbau und Kernenergie verkannt, war dies nicht zutreffend. Der Sachverständige hat betont, dass in ihrem Bewertungsmodell für den Zeitpunkt des Beginns der Rentenphase nicht lediglich von der Beendigung einzelner Aktivitäten des Konzerns ausgegangen ist, sondern vielmehr von einer Veräußerung des gesamten Anlage-

vermögens des Konzerns. Diese Prämisse hält der Sachverständige zu Recht für unplausibel. Für die ewige Rente konnte es im Rahmen einer Bewertung nach IDW S 1 – unabhängig von den konkreten Details des verwendeten Bewertungsmodells – nur auf den Fortführungswert der VEAG, nicht aber auf den von letztlich ermittelten (teilweisen) Liquidationswert ankommen.

hh) Nach alledem hat der Sachverständige die Höhe der Asset Base zum 31. Dezember 2008 wie folgt ermittelt:

Vattenfall Europe AG	
in Mio. €	
Überleitung der Asset Base	Wert
Asset Base (	16.093
<u>Fiktive Finanzanlage auf thesaurierte Beträge</u>	<u>-2.208</u>
Zwischensumme	13.885
Bergbau Assets	460
Forderung E.ON	511
Eigenkapital assoziierter Unternehmen	54
<u>Sonstige langfristige verzinsliche Forderungen</u>	<u>52</u>
Anlagevermögen	14.963
Unverzinsliches Umlaufvermögen	5.040
Unverzinsliche Rückstellungen	-64
<u>Unverzinsliche Verbindlichkeiten (nach Ausschüttung)</u>	<u>-6.533</u>
Net Working Capital	-1.557
<b><u>Asset Base</u></b>	<b><u>13.406</u></b>

#### e) Rendite/Einführung einer Konvergenzphase

Zum Ende des Detailplanungszeitraums war innerhalb des verwendeten Modells der Verzinsung der Asset Base zum einen die Frage zu beantworten, ob sich das gebundene Vermögen mengenmäßig bereits in einem eingeschwungenen Zustand befindet, zum anderen aber auch die weitere Frage, ob die zuletzt erzielten Überrenditen Indikatoren für die langfristig erzielbare Verzinsung bilden.

aa) Die Bewertungsgutachterin ist in ihrem Bewertungsmodell in der Detailplanungsphase zwischen 2006 und 2008 für die Verzinsung des im VEAG-Konzern gebundenen Vermögens rechnerisch zu Überrenditen zwischen knapp 1 % und 1,7 % gelangt. Mit dem Eintritt in die Rentenpha-

se sinkt die Überrendite in diesem Modell dann auf null und entspricht den Kapitalkosten. Vor diesem Hintergrund ist der gerichtliche Sachverständige zu der Einschätzung gelangt, gehe im Ergebnis von einem Verkauf der Asset Base aus.

Der von der Bewertungsgutachterin angenommene Wegfall jeglicher Überrenditen ab dem Jahr 2009 wäre angesichts der vom Sachverständigen gegenüber dem Gutachten vorgenommenen Modifikationen noch weniger plausibel. Insbesondere durch die darin (noch) nicht berücksichtigte Entwicklung der Großhandelspreise für Strom steigt die über die Kapitalkosten hinausgehende Rendite in den Jahren 2006 bis 2008 auf Werte zwischen 2,5 % und 5,3 % (vgl. Hauptgutachten Tz. 554).

bb) Der Sachverständige stellt bei seinen weiteren Betrachtungen heraus, dass es sich bei den Kapitalkosten um die Mindestverzinsung handelt, wobei diese Feststellung an sich trivial ist, da ein Unternehmen, welches gerade in der Lage ist, seine Kapitalkosten zu erwirtschaften, keine Wertsteigerungen für die Anteilseigner schaffen kann. Er führt weiter aus, dass daher von der Anlegerseite regelmäßig Überrenditen auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 1,5 % bis 3 % vor Steuern erwartet werden. Dem entspricht letztlich auch die von der Antragsgegnerin in ihrem Geschäftsbericht 2005 geforderte Verzinsung von 11 % auf das Nettovermögen (RONA). Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, diesbezüglich seien keine Rückschlüsse auf die VEAG möglich, hat sie nicht offengelegt, welche abweichenden konzerninternen Vorgaben insoweit bestehen beziehungsweise im März 2006 bestanden.

Die von der Bewertungsgutachterin als Grundlage für die Verzinsung der Asset Base verwendeten Kapitalkosten der Mitbewerber E.ON und RWE in Höhe von 9 % konnte vom Sachverständigen verifiziert werden, wobei er aber darauf hinweist, dass es sich bei den von beiden Unternehmen veröffentlichten Sätzen um die erwartete Minimalrendite handelt.

In der Folge hat er die jeweils tatsächlich erwirtschafteten Überrenditen analysiert und ist hierbei zu dem Ergebnis gelangt, dass von 2003 bis 2005 eine deutliche Steigerung von 0,9 % auf 4,4 % festgestellt werden konnte. Dies zeigt, dass die im selben Betrachtungszeitraum bei der VEAG zu beobachtende Entwicklung ihre wesentliche Grundlage im allgemeinen Marktgeschehen hatte und nicht auf spezifische Faktoren im Unternehmen der VEAG oder ihrem konkreten Marktgebiet zurückzuführen war.

Nach den weiteren Betrachtungen des Sachverständigen erwarteten Analysten zum Bewertungs-

stichtag, dass sowohl E.ON als auch RWE im Folgezeitraum 2006 bis 2008 nochmals erhöhte Überrenditen in einer Bandbreite zwischen durchschnittlich 4,9 % und 5,6 % erzielen würden (vgl. Tabelle im Hauptgutachten Tz. 811). Bereits diese Werte zeigen, dass die Annahmen der Bewertungsgutachterin zu konservativ waren, da bei der angenommenen Vergleichbarkeit zwischen der VEAG auf der einen und E.ON sowie RWE auf der anderen Seite sich keine so deutlichen Unterschiede bei der Betrachtung der Verzinsung der Asset Base schon im Detailplanungszeitraum ergeben dürften.

cc) Bei den Prognosen für die weitere Entwicklung ab dem Jahr 2008 vertritt der Sachverständige die Auffassung, dass die für das Jahr 2008 erwartete Abnahme der Überrenditen – wohl vor allem auch wegen der Unsicherheiten über die künftige Ausgestaltung des Emissionshandels – für deren kontinuierliches Abschmelzen spreche. Im Gegensatz zur Annahme der Bewertungsgutachterin sei aber angesichts der Erwartungen von Eigenkapitalgebern an die Rentabilität ihrer Investments nicht davon auszugehen, dass langfristig nur noch eine Minimalrendite erzielt wird. Eben dies liegt den Berechnungen von I allerdings zugrunde, wie der Umstand zeigt, dass es sich bei dem in Ansatz gebrachten Zinssatz von 9 % um die von E.ON und RWE aufgestellte Mindestanforderung an die Verzinsung ihres Anlagevermögens handelt.

Nach der Schätzung des Sachverständigen sind daher auch über das Jahr 2008 hinaus Überrenditen in einer Größenordnung zwischen 1,5 % und 2 % zu erwarten. Als nachhaltig sieht er für die VEAG eine solche in Höhe von 1,81 % an.

dd) Der Einwand der Antragsgegnerin, eine über einen Kapitalkostensatz von 9 % hinausgehende Überrendite im Terminal Value sei nicht realistisch, weil davon auszugehen sei, dass es nach ihrem Bekanntwerden zu einer „Abschöpfung“ von Mehrgewinnen im Rahmen der Regulierung kommen würde, konnte nicht durchgreifen.

Der Sachverständige hat diesem Argument zu Recht entgegengehalten, es könne grundsätzlich nicht davon ausgegangen werden, dass der regulatorische Zinssatz lediglich den Kapitalkosten entspricht, da auch für Investoren in regulierten Bereichen der VEAG beziehungsweise weiterer integrierter Energieversorgungsunternehmen ein Anreiz existieren müsse. Daher bestehe kein Grund für die Annahme, dass Überrenditen sofort in voller Höhe abgeschmolzen würden.

Darüber hinaus unterlag ohnehin nur ein Teil der Business Units der VEAG einer staatlichen Preisregulierung. Der Sachverständige führt hierzu in Tz. 49 seines ersten Ergänzungsgutach-

tens aus, dass auf die regulierte Konzerneinheit „Distribution“ im Planungszeitraum rund 20 % der EBIT-Beiträge entfallen sollten. Damit war der mögliche Einfluss einer staatlichen Regulierung auf die Höhe der im Gesamtkonzern erzielbaren Überrenditen von vornherein als begrenzt anzusehen.

Die Kammer verkennt an dieser Stelle – wie auch im Übrigen – nicht, dass der Ansatz des Sachverständigen für die in der ewigen Rente erzielbare Überrendite auf einer von ihm vorgenommenen Schätzung auf der Basis seiner Erfahrungen sowie der Beobachtung der für die VEAG relevanten Märkte beruht. Damit waren die von ihm angestellten Szenariorechnungen zwar dazu geeignet, die Effekte des Ansatzes unterschiedlicher Renditehöhen auf den Aktienwert der VEAG zum Bewertungsstichtag zu illustrieren. Sie waren jedoch abseits der Frage, ob der sich ergebende Wert ganz offensichtlich zu hoch oder zu niedrig ist, nicht geeignet, den vom Sachverständigen angesetzten Zinssatz als „naheliegend“ zu bestätigen.

ee) In der Sache hielt die Kammer das vom Sachverständigen gefundene Ergebnis auf der Grundlage der von ihm angestellten Erwägungen für deutlich plausibler als die Überlegungen der Bewertungsgutachterin. Wie oben bereits ausgeführt, würde die Annahme einer dauerhaften Überrendite von „Null“ dazu führen, dass keine Veranlassung mehr bestünde, das Anlagevermögen des Unternehmens zu erweitern oder zu erneuern, da mit derartigen Maßnahmen nur die Kapitalkosten verdient werden könnten. Der von ihm letztlich gefundene Ansatz einer Überrendite von 1,81 % bewegt sich im Mittelfeld der von ihm für ökonomisch herleitbar gehaltenen Bandbreite von 1,50 % bis 2,00 %, ohne dass zwingende Argumente für einen abweichenden Ansatz zu erkennen wären.

ff) Die Kammer sah gleichfalls keine Veranlassung, vom Ergebnis des Sachverständigen abzuweichen, soweit er die finale Höhe der Asset Base hergeleitet und zu diesem Zweck eine Konvergenzphase in sein Bewertungsmodell eingeführt hat.

Zunächst hat der Sachverständige den Neuwert des Anlagevermögens zum Bewertungsstichtag auf der Basis einer - laut den Konzernberichten der Gesellschaft - durchschnittlichen Nutzungsdauer von 30 Jahren und eines nachhaltigen Abschreibungsgrades von 50 % geschätzt, wobei dieser zum Bewertungsstichtag allerdings noch bei 60 % lag. Er gelangt hier zum Stichtag 31. Dezember 2005 zu einem ungefähren Wert von 20 Mrd. EUR, welcher – bei unverändertem Ansatz auch zum Ende der Detailplanungsphase – deutlich über dem der Asset Base zugrunde gelegten Buchwert des Anlagevermögens von etwas über 13 Mrd. EUR liegt (vgl. Haupt-

gutachten Tz. 837 ff.).

Hinsichtlich der finalen Höhe der Asset Base erläutert der Sachverständige, dass ein eingeschwungener Zustand am Ende der Detailplanungsphase seiner Auffassung nach noch nicht erreicht ist. Er macht dies vor allem an dem Umstand fest, dass in den Planungen der VEAG eine ansteigende Investitionstätigkeit abgebildet ist. Nicht nur in der Detailplanungsperiode der Jahre 2007 und 2008 liegen die Investitionen im Zuge der vorgesehenen Erneuerung beziehungsweise Modernisierung des Anlagevermögens oberhalb der Abschreibungen. Auch gemäß der (aus Sicht des Stichtages) langfristigen Investitionsplanung waren bis einschließlich 2010 noch erhebliche Investitionen in der Größenordnung von über 1 Mrd. EUR pro Jahr vorgesehen. Erst im Jahr 2011 sollte das Investitionsniveau wieder auf den Stand von 2015 zurückfallen. Auf dieser Basis war die Schlussfolgerung des Sachverständigen nachvollziehbar, dass es - ausgehend vom Stand des Endes der Detailplanungsphase - zu einem weiteren bilanziellen Kapazitätsaufbau kommen werde mit der Folge, dass eine Verzinsung des Anlagevermögens per 31. Dezember 2008 den Wert der Gesellschaft unterschätzen würde.

Er berechnet insoweit unter Berücksichtigung eines möglichen Deltas der Steigerung gegenüber dem Buchwert zwischen 2,3 und 6,9 Mrd. €. drei Szenarien für den Wert je Aktie, wobei er hier wiederum je nach nachhaltiger Überrendite und Länge der Konvergenzphase Wertbandbreiten aufspannt (Tz. 839 ff.).

Auf dieser Grundlage stellt er dann für die bei seiner Ermittlung der Rendite des Normjahres maßgebliche Höhe der nachhaltigen Assets Base dar, deren unteren Wert er bei 15,713 Mio. € sieht, während er den Oberwert bei 20,325 Million € annimmt. In der Folge ermittelt er einen für ihn plausiblen (Mittel-) Wert von 18,019 Mio. €, den er der weiteren Berechnung zugrunde legt. Später im Gutachten führt er aus, dass die von ihm abgeleitete Asset Base zu Beginn der Konvergenzphase um 479 Mio. EUR unter und zum Ende der Konvergenzphase um 4,134 Mio. EUR über den Werten des Bewertungsgutachters liege. Die zum Aufbau der Asset Base notwendigen Investitionen habe er vollständig in seinem Konvergenzmodell verarbeitet.

Als angemessene Länge der Konvergenzphase bis zur Erreichung der von ihm als endgültig angesehenen Höhe der Asset Base nimmt der Sachverständige vor dem Hintergrund der von ihm für möglich gehaltenen Längen zwischen fünf und zehn Jahren einen mittleren Zeitraum von sieben Jahren an.

Hierbei handelt es sich – wiederum – um eine Schätzung des Sachverständigen, allerdings hat er umfassende Überlegungen angestellt, nach welchem Zeitraum die finale Höhe des Anlagevermögens im Sinne eines eingeschwungenen Zustandes erreicht sein könnte. Zunächst stellt er fest, dass sich eine Konvergenzphase, welche sich an der durchschnittlichen Restnutzungsdauer des Anlagevermögens der VEAG orientiert, mit 13 Jahren zu lang wäre, zumal sich ein solcher Zeitraum nicht auf die hier - auch - maßgebliche Abschmelzung der Überrenditen von 6,72 % im letzten Planjahr auf den vom Sachverständigen als langfristig erzielbare angesehenen Wert von 1,81 % beziehen würde. Aufgrund der Unsicherheit im Hinblick auf die weitere regulatorische Entwicklung des Handels mit CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten hielt er diesen Anknüpfungspunkt für wenig geeignet. Auch dies war nachvollziehbar, da zum Bewertungsstichtag gerade noch nicht feststand, wie das endgültige Handelssystem ausgestaltet sein würde.

Für naheliegender hielt der Sachverständige die Orientierung an der üblichen Dauer strategischer Unternehmensplanungen von zehn Jahren, womit unter Berücksichtigung der Länge der Detailplanungsphase von drei Jahren ein restlicher Zeitraum von sieben Jahren folgte. Da die Kammer aber auch insoweit über keine „besseren“ Erkenntnisse verfügte, hat sie sich den Feststellungen des Sachverständigen auch in diesem Punkt angeschlossen.

ff) Soweit die Einfügung einer Konvergenzphase durch den Sachverständigen sowohl von Antragstellerseite als auch von der Antragsgegnerin aus grundsätzlichen, bewertungstheoretischen Erwägungen heraus beanstandet wird, konnten diese Einwendungen nach Überzeugung der Kammer nicht durchgreifen.

Der Aufsatzpunkt des Sachverständigen bestand wie oben erläutert in der - isoliert nicht angegriffenen - Feststellung, dass auch nach der Detailplanungsphase ab dem Jahr 2009 weitere Investitionen der VEAG in das Anlagevermögen vorgesehen waren, die nicht lediglich der Erhaltung des vorhandenen Zustands dienen sollten, sondern sich als Erweiterungsinvestitionen darstellten. Damit war zum einen deutlich, dass die im Bewertungsmodell von        vorgesehene Veräußerung des gesamten Anlagevermögens zum Buchwert per 31. Dezember 2008 die Höhe der langfristigen Asset Base und damit auch die Höhe der zu erwartenden Verzinsung unterschätzte. Zum anderen musste eine alternative Methode gefunden werden, um eine realistische Abbildung der Höhe des dauerhaften Anlagevermögens zu erreichen.

Insoweit könnte zum einen ein aggregierter, synthetischer Wert in Ansatz gebracht werden, was jedoch regelmäßig den Nachteil mit sich bringt, dass es an der Nachvollziehbarkeit fehlt. Auf der

anderen Seite kann eine Konvergenzphase modelliert werden, an deren Ende der endgültige Zugschnitt der Unternehmung mit dem dauerhaft erzielbaren Zahlungszufluss abgebildet wird. Insofern tritt regelmäßig der Effekt ein, dass mit steigender Länge der Konvergenzphase die wertmäßige Bedeutung der ewigen Rente für den Gesamtwert des Unternehmens abnimmt.

Der Sachverständige hat die Umsetzung in seinem Bewertungsmodell in den in Tz. 852 seines Hauptgutachtens wiedergegebenen Grafiken veranschaulicht und eine rechnerische Überleitung in das von der Bewertungsgutachterin verwendete Zwei-Phasen-Modell dargestellt. Zurückgerechnet auf das erste Jahr des Terminal Value (2009) ergibt sich danach aufgrund des sich auch nach dem Jahr 2008 fortsetzenden Aufbaus der Asset-Base ein nachhaltiges EBIT von 1.364 Mio. EUR.

Der Vorgehensweise des Sachverständigen konnte nicht mit Erfolg entgegengehalten werden, dass die Einführung einer Konvergenzphase bei Bewertungen nach IDW S1 typischerweise (nur) dann in Betracht kommt, wenn die ergebnisrelevanten Zuflüsse auch nach dem Ende des Planungszeitraums noch weiter organisch wachsen. Derartige Cashflows spielen vorliegend nach dem von der Bewertungsgutachterin und gerichtlichem Sachverständigen verwendeten Modell bei der Betrachtung des Ergebnisses der ewigen Rente zwar keine Rolle. Soweit das maßgebliche Datum anstelle des ausschüttungsfähigen Ergebnisses aber die nachhaltige Höhe des Anlagevermögens ist, sprach nichts dagegen, für die Modellierung des eingeschwungenen Zustands eine hierauf bezogene Konvergenzphase in das Bewertungskalkül aufzunehmen. Die zugrundeliegenden Erwägungen, welche die Modellierung der Entwicklung innerhalb eines Übergangszeitraums erforderlich machen, unterscheiden sich nicht.

## **7. Weitere grundsätzliche Einwendungen der Antragsgegnerin**

### **a) Vertretbarkeit**

Soweit die Antragsgegnerin grundsätzlich die Auffassung vertritt, eine Abänderung der durch vorgenommenen Bewertung durch das Gericht könne nur dann in Betracht kommen, wenn die Unvertretbarkeit jedes einzelnen Bewertungsparameters festgestellt ist, ging dies nach Auffassung der Kammer fehl.

Wie oben bereits ausgeführt, besteht die Aufgabe des Gerichts im Spruchverfahren bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre darin, die Höhe der angemessenen Barabfindung zu be-

stimmen, so dass diese nicht weniger als den „wahren Wert“ der ihnen entzogenen Unternehmensbeteiligung erhalten. Dies bedeutet gerade nicht, dass das Gericht an die vom Mehrheitsaktionär erstellte Unternehmensbewertung gebunden wäre, solange sich diese nicht in einem oder mehreren Punkten als „unvertretbar“ erweist. Zum einen dürfte eine Bewertung, bei der jeder einzelne Faktor sich an der Grenze der „Unvertretbarkeit“ bewegt durch das Zusammenspiel der hierbei zu berücksichtigenden Aspekte mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht mehr zu einer angemessenen Abfindung führen. Zum anderen existieren im Rahmen der Bewertung von komplexen Unternehmen weder für die Planung der Zahlungsflüsse im „Zähler“ noch für die einzelnen Parameter des Diskontierungszinssatzes feste Zielkorridore, inner- und außerhalb derer eine Qualifizierung als „vertretbar“ oder „unvertretbar“ feststünde.

Der Ansatz der „Vertretbarkeit“ kann sich aus diesem Grund nach dem Verständnis der Kammer, wie oben auch erwähnt, auf die Planung des Unternehmens sowie weitere Aspekte der Bewertung beziehen, die auf der Unternehmensführung zugewiesenen Entscheidungen beruhen. Wollte man diese Grenze auflösen, würden weite Teile einer Unternehmensbewertung einem erheblichen Einfluss des zu bewertenden Unternehmens beziehungsweise des Mehrheitsaktionärs unterliegen. Dies zeigt sich vorliegend schon daran, dass die Antragsgegnerin meint, dass das von ihr in Auftrag gegebene Bewertungsgutachten nur einer eingeschränkten Überprüfung unterläge, soweit die dort getroffenen Annahmen nur (irgendwie) vertretbar seien. Zu berücksichtigen sei hierbei insbesondere der Zeitdruck, unter welchem die Bewertungsgutachterin bei der Fertigstellung ihres Gutachtens gestanden habe. Insoweit seien auch Berechnungsfehler, welche unterlaufen und vom gerichtlichen Sachverständigen identifiziert worden seien, nicht korrekturbedürftig.

Diese Argumentation der Antragsgegnerin kann schon aus dem Grunde nicht durchgreifen, als es sich bei dem Bewertungsgutachten um ein Privatgutachten handelt, dessen Inhalt das Gericht bei der Schätzung des Unternehmenswerts beziehungsweise des Werts des einzelnen Aktieneigentums lediglich berücksichtigen kann. Das Spruchgericht ist in keiner Weise an das von der abfindungsverpflichteten Antragsgegnerin eingeholte Gutachten gebunden, da es allenfalls in Verbindung mit dem Prüfbericht eine eigenständige Relevanz erlangt.

Darüber hinaus sind die von der Antragsgegnerin angeführten zeitlichen Restriktionen bei der Erstellung des Gutachtens der von ihr selbst herbeigeführt worden, da sie einen erheblichen Einfluss auf die Zeitplanung zwischen ihrem Ausschlussverlangen an die Geschäftsleitung der VEAG und der Terminierung der Hauptversammlung hatte, in welcher der Ausschluss der Minder-

heitsaktionäre beschlossen werden sollte. Aus diesem Grunde vermag ein künstlich herbeigeführter „Zeitdruck“ nicht dazu führen, dass der Antragsgegnerin bei der Festlegung der Barabfindung ein gegenüber dem Normalfall größerer Beurteilungsspielraum zuzubilligen gewesen wäre. Daher unterlagen sämtliche im Bewertungsgutachten getroffenen Annahmen einer umfassenden inhaltlichen Überprüfung durch die Kammer.

Erst recht können, entgegen der von der Antragsgegnerin vertretenen Auffassung, „handwerkliche“ Fehler in Bewertungsgutachten nicht als „vertretbar“ angesehen werden. Allenfalls können solche vernachlässigbar sein, falls sie sich nicht oder in einem nur ganz unerheblichen Umfang auf das Unternehmensergebnis pro Aktie auswirken.

#### b) Bewertungsstichtag

Soweit die Antragsgegnerin weiter geltend macht, zu ihren Gunsten müsse als maßgeblicher Zeitpunkt für die Wertermittlung nicht der Zeitpunkt der Hauptversammlung angenommen werden, sondern vielmehr der Zeitpunkt der Fertigstellung des Bewertungsgutachtens, fand sich hierfür keinerlei Grundlage.

Die Minderheitsaktionäre sind für den Verlust ihres Aktieneigentums nach dem Wert zu entschädigen, welchen dieses bei der Beschlussfassung über den Entzug der Unternehmensanteile hatte. Dies folgt bereits aus der entsprechenden Anwendung des Art. 14 GG. Dem Mehrheitsaktionär steht es bereits frei, wann er ein Ausschlussverfahren nach § 327a AktG anstrebt beziehungsweise einleitet. Dabei wird er regelmäßig bestrebt sein einen Zeitpunkt zu wählen, zu dem die zu leistende Kompensation aus seiner Sicht möglichst niedrig ausfällt. Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn die Anteile des Unternehmens an den Aktienmärkten eher unterbewertet sind oder sich das ökonomische Umfeld tendenziell als schwierig darstellt. Über diese Wahlmöglichkeit hinaus besitzt der Mehrheitsaktionär keine Möglichkeit, die Höhe des zu leistenden Abfindungsbetrages bewusst zu seinen Gunsten zu beeinflussen. Soweit sich zwischen der von ihm veranlassten Bewertung des Zielunternehmens und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung wesentliche Parameter verändern, welche das Bewertungsergebnis – aus Sicht des Hauptaktionärs – negativ beeinflussen, trägt er das entsprechende Risiko. Da der Mehrheitsaktionär „Herr“ des Verfahrens nach § 327a AktG ist und es ihm bis zur Beschlussfassung freisteht, vom beabsichtigten Squeeze Out wieder Abstand zu nehmen, kommt ihm kein irgendwie gearteter Vertrauensschutz im Hinblick auf das Bewertungsergebnis beziehungsweise einen Anstieg des von ihm zu leistenden Abfindungsbetrages zugute.

c) Vergleich des Ergebnisses des Sachverständigen mit dem Börsenkurs

Die Antragsgegnerin ist im Übrigen der Auffassung, die fehlende Plausibilität des Ergebnisses des Sachverständigen sei vor allem vor dem Hintergrund des Börsenkurses der Aktie der VEAG unplausibel. Der vom Sachverständigen ermittelte Ertragswert übersteige den Börsenkurs der VEAG deutlich, ohne dass sich nach Meinung der Antragsgegnerin eine Abweichung in dieser Höhe ökonomisch erklären lasse.

Zwar ist der Antragsgegnerin in diesem Punkt rein faktisch zuzugestehen, dass der Kurs der Aktie der VEAG im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der hier maßgeblichen Strukturmaßnahme mit 37,76 EUR (nach den Berechnungen des Sachverständiger beziehungsweise 38,24 EUR je Stückaktie (gemäß den Ermittlungen der Barabfindungsprüferin) deutlich unterhalb des Ertragswerts lag.

Es existiert jedoch kein Erfahrungssatz, dass der Wert eines Unternehmens aus der Innensicht mit der Marktbewertung im Rahmen des Börsenhandels übereinstimmen muss. In bestimmten Situationen mag eine Annäherung beider Werte theoretisch naheliegend sein. Auch ist es nach der neueren obergerichtlichen Rechtsprechung rechtlich nicht ausgeschlossen, die angemessene Barabfindung im Einzelfall allein anhand des Börsenkurses festzulegen. So führt der BGH aus, dass die marktorientierte Methode der Heranziehung des Börsenwerts einer Gesellschaft grundsätzlich eine einfachgesetzlich geeignete Grundlage für die Schätzung des Werts einer Beteiligung an dieser Gesellschaft darstellt. Dem liege die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Hierbei sei nicht die Anforderung aufzustellen, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Vielmehr reiche es aus, dass im Hinblick auf den Handel mit den Aktien der betreffenden Gesellschaft (überhaupt) ein funktionierender Kapitalmarkt vorliege (vgl. BGH, NZG 2024, 935, 936 m.w.N.).

Eben letzteres konnte vorliegend aber nicht festgestellt werden. Zwar ließ sich ein Börsenkurs der VEAG ermitteln, allerdings war die Aktie der Gesellschaft nach den Untersuchungen des ge-

richtlichen Sachverständigen im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors über einen Zeitraum von fünf Jahren – endend mit dem Tag der Ad-hoc-Meldung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre – nicht als liquide anzusehen. So lag der Bid-Ask-Spread in jedem beliebigen Zeitraum innerhalb dieses Korridors, zum Teil deutlich, oberhalb der vom Sachverständigen als maßgeblich angesehenen Grenze von 1,25%. Auch die täglichen Handelsumsätze erreichten in den letzten zwei Jahren des Betrachtungszeitraums nur 4.000 bis 6.000 EUR und lagen damit unterhalb des vom Sachverständigen angesetzten Grenzwert von 115.000 EUR.

Zwar mag darüber diskutiert werden, wie valide die vom Sachverständigen verwendeten Liquiditätskennzahlen sind und ob diese nicht mehr oder weniger „gegriffen“ sind. Auf jeden Fall boten sie vorliegend aber hinreichend konkrete Anhaltspunkte für die Annahme, dass sich die Börsenkurse der VEAG in den letzten Jahren vor dem Bewertungsstichtag nicht auf der Grundlage eines umfassenden Handels und damit der Beurteilung einer Vielzahl von Marktakteuren gebildet haben. Die Funktion als alleiniges Datum oder jedenfalls als Indikator für den „wahren Wert“ der VEAG konnte damit dem Kurs der Aktie im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme nicht zukommen. Für die von der Antragsgegnerin aufgestellte Prämisse, dass der Ertragswert der VEAG nicht deutlich vom Börsenkurs abweichen dürfe, um als plausibel angesehen werden zu können, finden sich damit keine hinreichenden Anhaltspunkte.

Die Argumentation der Antragsgegnerin, der vom Sachverständigen ermittelte Ertragswert der VEAG sei deutlich übersetzt, stellt sich im Übrigen vor dem Hintergrund der im Verfahren vor dem Kammergericht vorgenommenen Erhöhung der Barabfindung insgesamt als widersprüchlich dar:

So vertritt sie zwar zum einen die Auffassung, dass der vom gerichtlichen Sachverständigen ermittelte Ertragswert der Vattenfall Europe AG deutlich zu hoch sei, da er an verschiedenen Stellen innerhalb des Bewertungskalküls unzutreffende Annahmen getroffen habe. Zum anderen macht sie aber geltend, dass eine Erhöhung der Barabfindung – ausgehend von dem Vergleichsbetrag von 57,00 EUR je Aktie – wegen des nur geringfügigen Mehrergebnisses des Sachverständigen zu unterbleiben habe. Unabhängig von der Frage, ob es im Spruchverfahren überhaupt eine „Bagatellgrenze“ geben kann, sah die Kammer eine solche vorliegend als überschritten an.

Die Existenz einer Bagatellgrenze im Spruchverfahren ist umstritten. So wird die Auffassung ver-

treten, dass nicht jede Abweichung von demjenigen Wert, der dem Angebot zugrunde liegt, dazu führen kann, dass die angebotene Kompensation schon als unangemessen anzusehen ist. Unangemessen sei sie vielmehr nur dann, wenn sie mehr als nur geringfügig von dem ursprünglich ermittelten Wert der Aktie abweicht (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2024, 448, 453 m.N aus der Rechtsprechung; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körber/Lieder, 5. Aufl., Anh. zu § 305 AktG Rz. 18/18a; Koch, 17. Aufl., § 305 AktG Rz. 58; Deilmann in Hölters/Weber, 4. Aufl., § 305 AktG Rz. 79; van Rossum in MünchKomm/AktG, 6. Aufl. Rz. 223 f.). Dies trage dem Umstand Rechnung, dass es nicht möglich sei, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln und dies auch verfassungsrechtlich nicht geboten sei. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung könne der Unternehmenswert mit Blick auf die Zukunftsorientiertheit und die damit verbundene Ungenauigkeit vom Gericht nur geschätzt werden, so dass auch insoweit eine Bandbreite von Werten angemessen sein müsse. Diese Feststellung entspricht letztlich der allgemeinen Auffassung, wie die Kammer oben auch bereits ausgeführt hat. Allerdings stellt sich grundsätzlich die Frage, ob „an den Rändern“ des ohnehin nur geschätzten Ertragswerts durch eine „Bagatellgrenze“ ein weiterer Bewertungsspielraum angemessen ist.

Darüber hinaus besteht auch keine fixe wertmäßige Grenze, bis zu der eine Abweichung noch als geringfügig anzusehen ist und schon von daher eine gerichtliche Korrektur der festgesetzten Kompensation nicht erfordert. In der obergerichtlichen Rechtsprechung wurden bislang Abweichungen von 1 % bis maximal 2 % ohne Weiteres toleriert (OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.1.2015 - 21 W 26/13, Tz. 81 ff. zitiert nach juris; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 15.11.2012 - 12 W 66/06, Tz. 35 f. zitiert nach juris; OLG Stuttgart, Beschluss v. 14.9.2011 - 20 W 7/08, Tz. 272 zitiert nach juris). Als geringfügig wurde aber auch noch eine darüber liegende Abweichung angesehen, wenn sie unter 5 % liegt, sofern die einzelfallbezogene Abwägung der Gesamtumstände im Rahmen der Angemessenheitsprüfung dem nicht entgegensteht (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2024, 448, 453 m.N.).

Abgesehen von dem Umstand, dass die Kriterien einer solchen Einzelfallprüfung durch das OLG Düsseldorf nicht konkretisiert werden, liegt die Abweichung zwischen dem Abfindungsbetrag und dem vom gerichtlichen Sachverständigen als angemessen angesehenen Wert bei knapp 17,80 € je Stückaktie und ist daher von vornherein keiner Anwendung einer irgendwie gear- teten Bagatellgrenze zugänglich. Aber auch dann, wenn man der Betrachtung die den ehemaligen Minderheitsaktionären von der Antragsgegnerin angebotene Vergleichssumme von 57,00 € zugrunde legt, ergibt sich eine oberhalb von 5 % liegende Erhöhung der Abfindung. Daher kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass der niedrigere Betrag noch angemessen im Sin-

ne einer vollen Abfindung für den Verlust des Aktieneigentums sein kann.

Zudem beruht die Abweichung nicht lediglich auf „mathematischen“ Unterschieden im Auf- oder Abrunden von Ergebnissen oder unterschiedlichen Faktoren, die wenige Prozentpunkte voneinander abweichen, oder etwa einer geringfügigen Abweichung vom Börsenkurs. Maßgeblich war vielmehr, dass die von Gesellschaft aufgestellte und von der Bewertungsgutachterin übernommene Planung die tatsächlichen Entwicklungen zum Bewertungsstichtag nicht ausreichend berücksichtigte. Die hieraus folgende Bemessung der Umsatzzahlen führte zu Planannahmen, die nicht mehr plausibel und mithin zur Ermittlung des wahren Wertes der von der Antragsgegnerin übernommenen Aktien nur eingeschränkt geeignet waren. Im Interesse des vollen Ausgleichs ist in einem solchen Fall auch bei einer nur geringfügigen Abweichung regelmäßig eine Anpassung vorzunehmen (vgl. zutreffend OLG Brandenburg, AG 2023, 123, 126).

#### d) Erhöhte Abfindung aufgrund des Anfechtungsverfahrens

Darüber hinaus bringt die Antragsgegnerin mit ihrer Argumentation betreffend den - nach ihrer Auffassung nur geringen - Abstand zwischen der im Anfechtungsverfahren erhöhten Abfindung und dem vom Sachverständigen ermittelten Wert selbst zum Ausdruck, dass sich der zuletzt genannte Wert noch innerhalb eines Korridors bewegt, der auch nach ihrem eigenen Verständnis innerhalb der Wertbandbreite des „wahren Werts“ der VEAG-Anteile zum Bewertungsstichtag liegt. Insoweit kommt hinzu, dass die Antragsgegnerin nicht offengelegt hat, welche Erwägungen der – freiwilligen – Anhebung der Abfindung auf 57,00 EUR je Stückaktie im Rahmen des vor dem Kammergericht geschlossenen Vergleichs zugrunde gelegen haben. Auch wenn der Vergleich vor dem Hintergrund der erhobenen Anfechtungsklagen in erster Linie das Ziel verfolgt haben mag, eine möglichst zeitnahe Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister der VEAG zu erreichen, werden der Festlegung des von der Antragsgegnerin angebotenen Abfindungsbetrages betriebswirtschaftliche Überlegungen vorausgegangen sein. Dabei spricht Einiges dafür, dass diese jedenfalls nicht zu dem Ergebnis geführt haben, dass der erhöhte Abfindungsbetrag nicht mehr über die angenommenen Ertragsaussichten des Unternehmens plausibilisiert werden kann.

Die Antragsgegnerin kann im Übrigen nicht mit der Argumentation gehört werden, die Akzeptanz einer Abfindung von 57,00 EUR je Stückaktie durch die Parteien des Anfechtungsverfahrens indiziere die Angemessenheit dieses Betrages.

Zum einen ist das Konzept der mehrheitskonsensualen Schätzung mit § 11a SpruchG erst zum 1. März 2023 eingeführt worden und betrifft darüber hinaus das Spruchverfahren und nicht ein vorangegangenes Verfahren, dessen Gegenstand die Anfechtung des Übertragungsbeschlusses durch die Hauptversammlung war. Zum anderen kann einem Vergleich im Anfechtungsverfahren nicht dieselbe Bedeutung beigemessen werden wie dem Einverständnis von 90 % der Antragsteller in einem Spruchverfahren mit der Anhebung der Abfindung auf einen bestimmten Betrag. Weder ist der Kreis der Verfahrensbeteiligte identisch noch spielen dieselben Überlegungen eine Rolle. Wie die Antragsgegnerin selbst betont, handelte es sich bei der Anhebung um das Ergebnis eines Verhandlungsprozesses und nicht um das Ergebnis einer offenen Diskussion über die auf Veranlassung der Antragsgegnerin durchgeführte Bewertung der VEAG und deren Parameter.

## **8. Kapitalisierungszinssatz**

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

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

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überhöht angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes sowie - die ganz überwiegenden Mehrzahl der Antragsteller - eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen.

Die Kammer sah auf der Basis der Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen sowohl hinsichtlich des Basiszinssatzes als auch der bei der Höhe des in Ansatz zu bringenden Betafaktors Anlass, von den im Bewertungsgutachten verwendeten Werten abzuweichen. Die weiteren

Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

#### a) Basiszinssatz

Die Kammer hält auf der Grundlage der Berechnungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 3,75 % vor Steuern für zutreffend.

Soweit sich einige Antragsteller im Rahmen ihrer Einwendungen gegen die Angemessenheit der Barabfindung mit einem Basiszins von 4,25 % auseinandersetzen und diesen als zu hoch kritisieren, hat sich dieser Ansatz aus dem Übertragungsbericht überholt. Die Antragsgegnerin hielt - in Übereinstimmung mit der Stichtagserklärung der Bewertungsgutachterin - im Zeitpunkt der Hauptversammlung einen Basiszins in Höhe von nur noch 4,0 % für angemessen.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 682). Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen ohnehin nicht existieren und aus diesem Grunde – wie soeben erwähnt – nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps für Bundesanleihen zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass solche vom Markt nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 2. März 2006. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeit-

punkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt. Dieser ist in seiner konkreten Höhe mehr oder weniger zufällig, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt.

Maßgeblich ist daher die aus Sicht des Bewertungsstichtags auf Dauer zu erzielende Verzinsung (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., Rn. 687). Der Basiszinssatz wurde in früheren Verfahren aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus landesüblichen Zinssätzen für (quasi)risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH NJW 1982, 575; OLG Stuttgart AG 2007, 128; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn. 638). Insoweit existierten auch Empfehlungen des IDW, auf deren Grundlage die Bewertungsgutachterin vorliegend zunächst einen Basiszinssatz in Höhe von 4,25 % verwendet hat. Ebenso hat sie diesen dann in Ansehung des Zeitablaufs zwischen der Beendigung der Arbeiten am Bewertungsgutachten und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung, in welcher der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der VEAG beschlossen wurde, entsprechend der zum Stichtag aktuellen Empfehlung des IDW auf 4,0 % herabgesetzt.

Heute wird dagegen auf die Ableitung laufzeitkongruenter Basiszinsfüße aus der aktuellen Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen - wie sie die Deutsche Bundesbank nutzt - abgestellt (Großfeld, a.a.O., 8. Aufl., Rn. 683). Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2013, I-26 W 6/09 (AktE), BeckRS 2016, 12003). Hiervon geht auch der Sachverständige bei seiner Ermittlung des Basiszinssatzes zutreffend aus und gelangt zu einem Basiszinssatz von 3,75 % für den Stichtag

dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der aktuellen Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der Vertragsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätz-

werte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731). Da die Zinsstrukturkurve bereits Zukunftserwartungen abbildet, ist es nicht vorzugswürdig, die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Renditen für 10- oder 30-jährige Bundesanleihen als Maßstab für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes heranzuziehen.

ee) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

ff) Daneben ist auch die nach dem IDW-Modell zugrunde zulegende Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist grundsätz-

lich bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausgegangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insofern war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall“ auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Dem stand die konkrete Planung der VEAG nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

gg) Da für den Basiszinssatz, wie oben ausgeführt, nicht ein Referenzzeitraum bis zur Fertigstellung des Bewertungs- oder Prüfungsgutachtens maßgeblich ist, sondern der mit dem Tag der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme endende Dreimonatszeitraum, war der für die Berechnungen zu verwendende Zinssatz entsprechend anzupassen.

Nach den öffentlich zugänglichen Daten des WollnyWP BaseRate Guide, ergab sich ein Stichtagswert von 3,82 % und ein durchschnittlicher bezogen auf einen mit dem Stichtag endenden Dreimonatszeitraum von 3,78 %.

Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent ergab sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 3,75%.

Die Kammer hat gegen diese Vorgehensweise in der Vergangenheit zwar Vorbehalte gehabt und sie als grundsätzlich willkürlich erachtet. Zwar existiert kein allgemeiner Grundsatz, wonach eine - auch zulasten der Antragsteller gehende - Rundung im Bereich des Basiszinssatzes nicht möglich ist (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001). Auf der anderen Seite hat vorliegend eine Abrundung um einen Betrag von 0,03 % nach den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen keine wesentlichen Auswirkungen (vgl. Tz. 587 des Hauptgutachtens), so dass dies Frage der Berechtigung von Rundungen keine Rolle spielen konnte.

hh) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die zum Bewertungsstichtag maßgebliche typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 35 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes auf 2,44 % nach Steuern.

Die von der Antragsgegnerin aufgeworfene Frage, ob der Ansatz eines Basiszinssatzes von 4,0 % als „vertretbar“ anzusehen war, stellte sich nicht. Vom Grundsatz her kann auf die obigen Ausführungen zu Punkt verwiesen werden. Soweit sich die IDW-Empfehlung anhand der auch zum Stichtag bereits verfügbaren Fundamentaldaten als überhöht erwiesen hat, hält die Kammer die Verwendung des entsprechenden Ansatzes für weder zutreffend noch vertretbar.

Soweit die Antragsgegnerin im Rahmen ihrer Argumentation betont, dass die zum Bewertungsstichtag zu beobachtenden Zinserhöhungstendenzen der EZB zu berücksichtigen seien, verkennt sie, dass die Zinsstrukturkurve nicht lediglich Tageswerte abbildet, sondern in ihr bereits Zukunftserwartungen enthalten sind beziehungsweise verarbeitet wurden. Zwar liegt der ungerundete Stichtagswert bei 3,82 % und signalisiert daher einen tendenziell steigenden Basiszinssatz. Allerdings war die Abweichung vom allein maßgeblichen Durchschnittswert mit 0,03 % nicht so erheblich, dass eine Anpassung nach oben erforderlich erscheinen würde. Im Übrigen verteidigt die Antragsgegnerin selbst bei der Bestimmung des Basiszinssatzes die Vornahme einer kaufmännischen Rundung.

Abschließend bleibt hinsichtlich der von der Antragsgegnerin aufgeworfenen Frage der „Vertretbarkeit“ des im ursprünglichen Bewertungskalkül in Ansatz gebrachten Basiszinssatzes festzuhalten, dass die Festlegung der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes nicht dem Belieben der Gesellschaft oder deren Hauptaktionärin obliegt. Diesbezüglich existiert, anders als bei der Einschätzung der zukünftigen Geschäftsentwicklung, gerade kein Planungsermessen, welches im Spruchverfahren zu berücksichtigen wäre.

## **b) Marktrisikoprämie**

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

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus

der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstillegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bbb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – so auch in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber vereinzelt geblieben und wird aktuell nicht mehr vertreten. Es ist nämlich zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 738). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes des Investments gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 719).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzins-

lichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 773).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der

Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen aber auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

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

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Will-

kür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,5 % angesetzt. Zur Begründung dieses Ansatzes finden sich im Gutachten zwar längere theoretische Ausführungen zum Hintergrund des Konzepts der Marktrisikoprämie und den Auswirkungen der unterschiedlichen Besteuerungsregime auf deren Höhe.

Diese Schätzung liegt in der Mitte der Bandbreite, die der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) seit 2004 für Unternehmensbewertungen empfohlen hat.

Für Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtagen nach dem 31.12.2004 hat er in seiner 84. Sitzung am 10.12.2004 die auch vom Sachverständigen herangezogene Empfehlung dahin ausgesprochen, dass bei diesen eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,0% bis 6,0% nach persönlichen Ertragsteuern zugrunde gelegt wird (FN-IDW Nr. 1-2/2005, S. 71). Diese Empfehlung basiert insbesondere auf Ergebnissen der historischen Kapitalmarktuntersuchung von Stehle, in der Marktrisikoprämien ausdrücklich unter der Berücksichtigung von persönlichen Steuern ermittelt wurden. In der Stehle-Studie werden für den Referenzzeitraum der Jahre 1955-2003 Risikoprämien am deutschen Kapitalmarkt von 5,46% vor persönlichen Ertragsteuern und 6,66% nach persönlichen Ertragsteuern (jeweils arithmetisches Mittel, Basis C-DAX) genannt. Aus ihnen hat Stehle einen Schätzer für die zukünftige Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5% abgeleitet, indem er für das in Zukunft ggfs. niedrigere Risiko von Kursschwankungen als Folge der heutzutage größeren Möglichkeit der Risikoreduzierung durch Diversifikation einen Abschlag von 1% vorgenommen hat.(vgl auch OLG Düsseldorf Beschl. v. 27.4.2017 – 26 W 10/16,

BeckRS 2017, 152653 Rn. 26, 27, beck-online)

Die Vertragsprüferin beschränkt sich darauf, die Empfehlung des FAUB, die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach Steuern anzusetzen, zu referieren. Zwar behauptet sie in Tz. 277 ihres Gutachtens, eigene methodische und empirische Überlegungen zu der Frage angestellt zu haben, ob der Ansatz des Mittelwerts auch im vorliegenden Bewertungsfall gerechtfertigt ist. Sie teilt aber nicht mit, auf welcher Tatsachengrundlage sie die entsprechenden Ermittlungen angestellt hat und zu welchen Ergebnissen sie konkret gelangt ist, um den Wert von 5,5 % eigenständig für plausibel zu halten.

nn) Die Empfehlung des FAUB basiert im Ansatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff, der die künftig erwartete Marktrisikoprämie aus der empirisch historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere und den Renditen quasi risikofreier Kapitalmarktanleihen abgeleitet hat.

Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen. Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zu-

dem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

oo) Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von \_\_\_\_\_ am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird \_\_\_\_\_ st (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreicht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

rr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite für Bewertungsstichtage nach Einführung der Abgeltungssteuer als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden und hat daher einen Wert von 4,5 % in Ansatz gebracht.

ss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin gingen, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

ww) Vor diesem Hintergrund hielt auch die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 5,5 % für einen Stichtag im Frühjahr 2006 – und damit zu einem Zeitpunkt vor der Einführung der Abgeltungssteuer – auch bei Betrachtung der seinerzeitigen Zinssituation für vertretbar.

Letztlich erwies es sich unter Berücksichtigung aller oben angeführten Aspekte als angemessen, sich der damaligen Empfehlung des IDW, wonach die Marktrisikoprämie nach Steuern mit einem Wert zwischen 5 % und 6% anzusetzen sei, anzuschließen (vgl. auch grundlegend OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 24. 11. 2011 – 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278). Der Kammer lagen jedenfalls keine Anhaltspunkte vor, welche einen solchen Ansatz als fehlerhaft erscheinen lassen würden.

Die Empfehlung des IDW zur Bestimmung der Nachsteuermarktrisikoprämie stellt zwar keine Rechtsnorm dar, sie ist aber eine, wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 2007, § 11 Rdnr. 128; Paulsen, in: Münch-Komm-AktG, § 305 Rdnr. 118). Sie wurde zum maßgeblichen Stichtag sowohl in der Bewertungspraxis als auch ganz überwiegend in der Rechtsprechung beachtet.

Der Einholung eines Sachverständigengutachtens bedurfte es im vorliegenden Verfahren trotz der Einwendungen von Seiten der Antragsteller nicht.

Wie oben bereits erwähnt, existieren zur Frage der „Ableitung“ der Marktrisikoprämie diverse Studien, welche zu ebenso unterschiedlichen Ergebnissen gelangen und abhängig (in erster Linie) vom gewählten Beobachtungszeitraum nahezu beliebige Werte der Marktrisikoprämie mit enormen Spannbreiten begründen lassen (vgl. Tabellarische Darstellung bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 119 mit Werten von -2,50 - + 10,43% bei Ableitung aus dem arithmetischen und -4,80 - + 7,70% bei Ableitung aus dem geometrischen Mittel).

Aus diesem Grunde wäre auch die Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Bemessung der Marktrisikoprämie im vorliegenden Verfahren als ein ungeeigneter Ansatz zu beurteilen, da dies nur zu einer weiteren Studie führen würde, deren Ergebnis nicht weniger als das bereits vorliegende Material von der Wahl der Prämissen, insbesondere des Beobachtungszeitraumes abhängig und damit nicht weniger angreifbar wäre (vgl. zutreffend auch OLG Hamburg Beschl. v. 8.10.2018 – 13 W 20/16, BeckRS 2018, 32733 Rn. 46, 47, beck-online). Auch ein im Rahmen der Bestimmung der Marktrisikoprämie bestellter Sachverständiger wäre nach Überzeugung der Kammer nämlich nicht in der Lage, diejenigen Fragen abschließend und zweifelsfrei zu klären, die seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sind (vgl. auch zutreffend OLG Düsseldorf, ZG 2012, 1260, 1262).

Der gerichtliche Sachverständige hat sich in seinem Gutachten intensiv mit der Frage der Höhe der Marktrisikoprämie zum Bewertungsstichtag auseinandergesetzt und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass der Ansatz einer Nachsteuerprämie von 5,5 % aus Sicht des Stichtages plausibel war.

Aufgrund eigener Untersuchungen historischer Kapitalmarktdaten für den Zeitraum 1955 bis 2005 auf der einen Seite und zukunftsgerichteter Daten im Sinne impliziter Marktrisikoprämien auf der anderen Seite hat er Vorsteuerprämien in einer Bandbreite zwischen 4,0 % und 6,5 % ermittelt. Er bestätigt mithin letztlich die Feststellung, dass die Ermittlung einer „richtigen“ Marktrisikoprämie kaum möglich ist, wenn er in Tz. 664 seines Hauptgutachtens ausführt, dass sich auf Basis unterschiedlicher Berechnungsmethoden deutlich voneinander abweichende Werte ergeben. Insoweit gibt er zu bedenken, dass die von ihm ermittelte Bandbreite durch weitere Variationen – etwa durch die Veränderung des historischen Beobachtungszeitraums oder die alternative Verwendung geometrischer und arithmetischer Mittelwerte – noch erweitert werden könnte.

Der Sachverständige hat in der Folge auf der Basis einer Vorsteuerrisikoprämie von 5,0 % sowie eines typisierten persönlichen Steuersatzes von 35 % sowie einer Ausschüttungsquote des Gesamtmarktportfolios von 50 % eine Nachsteuerprämie von 5,55 % berechnet.

Die Kammer sah sich damit darin bestätigt, den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern für den Bewertungsstichtag für zulässig und angemessen zu halten. Jedenfalls lagen auch nach den Untersuchungen des Sachverständigen keine „besseren“ Erkenntnisse vor, welche eine Abweichung von den Empfehlungen des IDW nahegelegt hätten. Vielmehr musste es ausreichen, dass sich die verwendete Marktrisikoprämie innerhalb einer Bandbreite bewegt, welche eine Annäherung dieses Werts an die tatsächlichen Verhältnisse auf den Kapitalmärkten wahrscheinlich machen.

Da die exakte Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht möglich ist, sah es die Kammer nicht als erforderlich an, den Einwendungen der Antragsteller zu 102 und 103 noch weiter nachzugehen, dass sich im Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen Inkonsistenzen bei der Überleitung der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern feststellen lassen. Der Sachverständige hat seine Überlegungen im Übrigen in Tz. 673 des Hauptgutachtens dargelegt, ohne dass insoweit Fehler erkennbar wären.

Vielmehr dürften die Einwendungen der genannten Antragsteller auf die vom Sachverständigen in Tz. 55 seines dritten Ergänzungsgutachtens angesprochene (fehlende) Verknüpfung zwischen der Herleitung der generellen Marktrisikoprämie und der Grundannahmen zur Verzinsung der Asset Base in der Sache unbegründet sein. So führt er nachvollziehbar aus, dass er die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern im Rahmen seiner Betrachtungen zur Verzinsung der Asset Base – im Gegensatz zum Basiszinssatz und zum Betafaktor – nicht angepasst hat.

Die Nennung einer Vorsteuerprämie von 4,40 % habe sich allein auf die Veranschaulichung der Herleitung der Kapitalkosten vor Steuern durch die Bewertungsgutachterin bezogen. Damit habe er auch keine unterschiedlichen Vorsteuerwerte verwendet, sondern die Marktrisikoprämie innerhalb seines Bewertungsmodells so angepasst, dass sich die von ihm als nachhaltig erzielbar angesehene Überrendite in Höhe von 1,81 % auch rein rechnerisch ergibt.

### c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, *Corporate Finance* biz 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maß-

gebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist. Gerade im Fall von Umstrukturierungen stellt sich die Frage, ob sich das künftige Unternehmensrisiko aus den Daten der Vergangenheit hinreichend sicher ableiten lässt.

bb) Die Antragsgegnerin hat sich zur Höhe des Betafaktors, wie auch im Weiteren im Vertragsbericht, auf die Stellungnahmen der Bewertungsgutachterin [Name] und der Barabfindungsprüferin [Name] bezogen. Letztere hat die Ausführungen von [Name] allerdings lediglich bestätigt und insoweit – jedenfalls nach außen hin erkennbar – keine eigenen Überlegungen angestellt. [Name] ist zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der VEAG für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich sein kann.

bb) Die Bewertungsgutachterin hat ihre Einschätzung auf die Nichterfüllung statistischer Filterkriterien gestützt, jedoch die Rohdaten, auf denen dieser Einschätzung beruht, in ihrem Gutachten nicht mitgeteilt.

cc) Darüber hinaus war es zur Zeit der Erstellung des Bewertungsgutachtens zwar noch weitgehend üblich, die Aussagekraft von aus Börsendaten ermittelten Betafaktoren anhand der Filterkriterien t-Test sowie  $R^2$  zu beurteilen.

Während der t-Test darüber Aufschluss geben soll, wie „gut“ im Sinne von „statistisch aussagekräftig“ die aus dem Marktdaten abgeleiteten Regressionsergebnisse sind, soll mit dem Bestimmtheitsmaß  $R^2$  der Aussagegehalt der zugrunde liegenden statistischen Messung eingeschätzt werden. Beide Tests sind nach neueren Erkenntnissen nicht geeignet, um die hinreichende Eignung eines gefundenen Betafaktors für die Erklärung des unternehmenseigenen Risikos zu stützen beziehungsweise die Verwerfung beobachtbarer Daten zu rechtfertigen. Insoweit wird zum einen argumentiert, dass auch im Sinne der genannten Tests „schlechte“ Betafaktoren durchaus mit dem CAPM-Modell im Einklang stehen und deren Bestehen oder Nichtbestehen daher kein geeignetes Kriterium für die Auswahl von Betafaktoren sein kann (s. Hauptgutachten des gerichtlichen Sachverständigen, Tz. 715). Zum anderen wird auch auf grundsätzliche Fehler der theoretischen Basis hingewiesen, die etwa zu Zirkelschlüssen führen können (vgl. etwa Ziemer, Der Betafaktor, S. 172 ff.).

dd) Der gerichtliche Sachverständige [Name] hat daher die Ergebnisse von T-test und  $R^2$  bei seinen Betrachtungen nicht einbezogen, sondern für die Frage der Aussagekraft des eigenen Betafaktors der VEAG allein auf die Liquidität der Aktie am Markt abgestellt.

Zu der Frage, welche Grenzen für die maßgeblichen Parameter bei der Liquiditätsprüfung herangezogen werden sollen, hat sich aber bislang ebenso wenig eine überzeugende Mehrheitsansicht gebildet wie zu der Frage, welche Bid-Ask-Spreads als „ungewöhnlich“ zu gelten haben. Aufgrund der vom Sachverständigen gewählten Kriterien eines Bid-Ask-Spreads von unter 1,25% sowie börsentäglicher Handelsumsätze von 115 TEUR ergibt sich aufgrund der in der Tabelle in Tz. 720 des Hauptgutachtens dargestellten Werte, dass die Liquidität der Aktie der Gesellschaft in einem Zeitraum von fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag nur als sehr gering anzusehen war. Nach Auffassung des Sachverständigen stellt der eigene Betafaktor der Gesellschaft daher keinen geeigneten Schätzer für das zukünftige Risiko dar.

ee) Nach eigener Prüfung teilte die Kammer die Auffassung der Gutachter, dass der originäre Betafaktor der VEAG im Rahmen der Unternehmensbewertung zum Stichtag 2. März 2006 nicht herangezogen werden kann. Unabhängig von der Frage, ob die vom Sachverständigen für die Feststellung des Vorliegens einer Illiquidität der Aktie herangezogenen Grenzwerte zutreffen oder auch andere, höhere beziehungsweise niedrigere Werte gewählt werden könnten, waren bereits die Umsätze an der Börse im Verhältnis zur Gesamtkapitalisierung der Gesellschaft als so niedrig anzusehen, dass von einer fehlenden Liquidität ausgegangen werden konnte-

Daran ändert auch der Umstand nichts, dass sich Datensätze für die Kombination drei und fünf Jahre wöchentlich ermitteln ließen. Dies bedeutet nämlich nicht, dass der so gefundene Wert auch als Schätzer für das zukünftige Marktrisiko der Gesellschaft geeignet ist. Ist er, wie hier, nur aus einem illiquiden Marktgeschehen ableitbar, scheidet eine Übertragbarkeit auf weitere Zeiträume schon aus tatsächlichen Gründen aus. Darüber hinaus sind Betafaktoren zwischen 0,05 und 0,16 selbst für den Fall, dass man der VEAG ein risikoarmes Geschäftsmodell attestieren wollte, unplausibel niedrig, da sie noch deutlich unterhalb der für bestandshaltende Immobilienunternehmen typischen Betas liegen.

Soweit eine Mehrzahl von Antragstellern dennoch meint, es könne beziehungsweise müsse ein originärer Betafaktor der Gesellschaft herangezogen werden, fehlt es an jeglichen Darlegungen ihrerseits, wie ein solcher angesichts der unzureichenden Datenbasis ermittelt werden soll.

ff) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor grundsätzlich aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der VEAG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermitt-

lung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

gg) Die sich aus diesem Ansatz in jedem Bewertungsfall ergebende Problematik der Identifizierung von Vergleichsunternehmen und der Übertragbarkeit der für diese feststellbaren Börsendaten auf das Bewertungsobjekt wurde im vorliegenden Fall dadurch zunächst erschwert, dass in Deutschland mit E.ON und RWE lediglich zwei börsennotierte Unternehmen existierten, deren Geschäftsmodell mit demjenigen der VEAG vergleichbar ist. Die Bewertungsgutachterin hat aus diesem Grunde mit ENDESA, ENEL, IBERDROLA und SUEZ weitere Unternehmen aus europäischen Märkten in die Peer Group aufgenommen. Eine nähere Begründung für die getroffene Auswahl findet sich außer der Feststellung, dass es sich um solche aus der Energiebranche handle, nicht. Ebenso wenig finden sich Ausführungen zu der Frage, auf Basis welcher Indizes und anhand welcher Beobachtungszeiträume die mitgeteilten Betafaktoren ermittelt wurden oder Erläuterungen zu den Einzelheiten der Art und Weise der Herleitung des jeweiligen unverschuldeten Betafaktors.

Nach Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen fallen die Unternehmen aus dem europäischen Ausland allerdings nicht in die Kategorie der „unmittelbaren Vergleichbarkeit“ mit der VEAG, sondern lediglich in diejenige „derselben Branche“ (so genanntes „Vergleichbarkeitsniveau III“ nach dem vom Sachverständigen verwendeten Prüfschema), nämlich der integrierten Energieversorger. Er hat die von gewählte Peer Group jedoch zunächst in seine Betrachtungen einbezogen, offensichtlich aufgrund des Umstandes, dass keine weiteren börsennotierten Unternehmen vorhanden waren, deren Geschäftsmodell mit demjenigen der VEAG vergleichbar war.

Der Sachverständige hat – im Gegensatz zur Bewertungsgutachterin – zunächst die von ihm ermittelten Betafaktoren für lokale und internationale Indizes für sämtliche Unternehmen sowie Zeiträume von zwei und fünf Jahren aufgeschlüsselt.

Im Anschluss hat er begründet, warum er die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene

Verwendung der beim Dienstleister Bloomberg abrufbaren Verschuldungsgrade nicht für ausreichend hält, da diese keine Finanzverbindlichkeiten und verzinslichen Rückstellungen, insbesondere für die Bereiche Bergbau und Kernenergie, berücksichtigten. In Tz. 751 des Hauptgutachtens führt er insoweit nachvollziehbar aus, dass die Einbeziehung derartiger Verbindlichkeiten bei der Bestimmung des verschuldeten Betafaktors der VEAG im Sinne der Methodenkonsistenz eine entsprechende Bereinigung bei den am Markt ableitbaren verschuldeten Betafaktoren der Peer Group bedingt. Er hat im Anschluss unter Zuhilfenahme der Geschäftsberichte der Vergleichsunternehmen die Marktwerte der jeweiligen (Netto-) Finanzverbindlichkeiten ermittelt und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass sich gegenüber der pauschalen Methode von vor allem bei Suez und den beiden deutschen Unternehmen RWE und E.ON deutliche Unterschiede in der Höhe der Verschuldungsgrade ergeben.

Hinsichtlich der absoluten Werte der vom Sachverständigen dargestellten Betas war zum einen auffällig, dass die Zweijahreswerte durchgängig höher lagen als diejenigen für einen Fünfjahreszeitraum, und zwar unabhängig vom betrachteten Index. Offensichtlich veränderte sich die Risikoeinschätzung des Marktes also mit zunehmender Nähe zum Bewertungsstichtag. Zum anderen kommt der Sachverständige zu dem Ergebnis, dass die Betafaktoren der beiden deutschen Unternehmen E.ON und RWE in sämtlichen Beobachtungsreihen unterhalb der Betafaktoren der europäischen Vergleichsunternehmen liegen. Der Sachverständige merkt bei diesem Befund zutreffend an, dass derartigen systematischen Abweichungen regelmäßig regionale Unterschiede zugrunde liegen, die vorliegend in marktbezogenen Differenzen der nationalen Ausgestaltung der EU-weiten Regulierung des Energiemarktes zu sehen sein dürften.

hh) Vor diesem Hintergrund war der Sachverständige der Auffassung, dass die alleinige Verwendung der Daten der beiden deutschen Unternehmen einen ausreichenden Schätzer für das zukünftige Risiko der VEAG darstellt, da diese auch vom Ansatz her eine höhere Vergleichbarkeit mit der Gesellschaft aufweisen.

Im Ergebnis seiner Untersuchungen sieht der Sachverständige daher den Ansatz eines niedrigeren unverschuldeten Betafaktors als im Bewertungsgutachten angenommen als „plausibel“ an, nämlich einen solchen in Höhe von 0,40. Abweichungen zu den Werten von ergeben sich hierbei aus der bereits angesprochenen unterschiedlichen Bestimmung der Höhe der Verschuldungsgrade und darüber hinaus aus der Verwendung stichtagsnäherer Betrachtungszeiträume durch den gerichtlichen Sachverständigen.

ii) Die Kammer schließt sich nach eigener Prüfung den Analysen des Sachverständigen an. Dies gilt auch für die Heranziehung lediglich der deutschen Unternehmen RWE und E.ON als Peer Group. Zwar ist grundsätzlich die Bildung einer möglichst umfassenden Vergleichsgruppe vorzugswürdig, um eine möglichst breite Datenbasis zu erhalten. Allerdings existieren keine festen Grenzen, wie viele Unternehmen eine Vergleichsgruppe umfassen muss, um zu validen Ergebnissen gelangen zu können. Auch ist eine Einbeziehung ausländischer Unternehmen grundsätzlich unbedenklich, wenn sich keine wesentlichen Unterschiede in den Geschäftsmodellen einschließlich des Marktumfeldes identifizieren lassen (vgl. etwa auch Popp/Ruthardt, Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rz. 12.110). Eben dieser Fall war vorliegend aber nicht gegeben, da Abweichungen im regulatorischen Umfeld zwischen den deutschen und den weiteren europäischen Unternehmen zu vermuten waren. Insgesamt betrachtet ist die größere Vergleichbarkeit der Peer Group zum Bewertungsobjekt der Berechnung eines breitbandigeren Durchschnittswerts vorzuziehen, da eine stärkere Annäherung an das tatsächliche Marktrisiko des zu bewertenden Unternehmens zu vermuten ist.

Infolge der umfassenden Erläuterungen durch den Sachverständigen hielt die Kammer dessen Ermittlungen zum Betafaktor insgesamt für plausibel, so dass sie der Bewertung der VEAG zugrunde zu legen waren. Damit war nach dessen Berechnungen des Sachverständigen unter Berücksichtigung eines typisierten Steuersatzes von 10 % ein unverschuldeter Betafaktor von 0,35 in Ansatz zu bringen.

jj) Auf die von der Antragsgegnerin diskutierte Frage, ob der von der Bewertungsgutachterin verwendete Betafaktor von 0,57 „vertretbar“ ist, konnte es nach Auffassung der Kammer nicht entscheidend ankommen. Innerhalb gewisser Bandbreiten ist bei der Unternehmensbewertung nach dem Modell IDW S1 der Ansatz einer großen Bandbreite von Werten als vertretbar anzusehen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der letztlich zur Anwendung gelangende Wert nicht auch gut begründet sein muss. Soweit, wie hier, ein Ansatz aus konkreten, im Bewertungsmodell liegenden Gründen vorzugswürdig ist, kann dieser nicht mit dem Hinweis auf die Vertretbarkeit des anderen Ansatzes ignoriert werden. So ließen die Erwägungen der Bewertungsgutachterin und der Barabfindungsprüferin zu viele Fragen offen, insbesondere im Hinblick auf die Ermittlung der Höhe des in Ansatz gebrachten Betafaktors von 0,57 unverschuldet. Darüber hinaus hat der gerichtliche Sachverständige nachvollziehbar ausgeführt, dass die Bestimmung der Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen durch unvollständig war und schon aus diesem Grunde nicht mehr von einer „Vertretbarkeit“ ausgegangen werden konnte.

kk) Soweit der Sachverständige im Rahmen des „Levern“ und „Unlevern“ der ermittelten Betafaktoren aus Vereinfachungsgründen – wie auch die Bewertungsgutachterin – auf die Verwendung von Debt Beta verzichtet hat, war dies nicht zu beanstanden.

Wie der Sachverständige in Tz. 740 des Hauptgutachtens darstellt, liegt dem Ansatz von Debt Beta die Annahme zugrunde, dass neben den Eigen- auch die Fremdkapitalgeber einen Teil des unternehmerischen Risikos mit übernehmen. Als Gegenleistung fordern sie Risikoaufschläge auf den sicheren Zins, wobei als Debt Beta das Verhältnis der Fremdkapitalkosten abzüglich des sich ergebenden Credit Spread zur globalen Marktrisikoprämie bezeichnet wird.

Angesichts des Geschäftsmodells der VEAG sowie der allein in die Peer Group des Sachverständigen aufgenommenen Gesellschaften E.ON und RWE, bei denen es sich zum Bewertungsstichtag um Monopolunternehmen in den ihnen zugewiesenen geografischen Regionen handelte, war kein wesentlicher Zinsaufschlag zu erwarten. Der Markt dürfte das Ausfallrisiko für sämtliche Unternehmen - einheitlich - als äußerst gering bewertet haben. Aus diesem Grunde waren weitere Untersuchungen betreffend den generellen Ansatz von Debt Beta und gegebenenfalls zur Höhe der Credit Spreads aus Sicht der Kammer nicht geboten.

#### **d) Wachstumsabschlag**

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

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird,

dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale einschließlich des inflationsbedingten Wachstums in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen als nominale Größen abgebildet. Ein Wachstumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Überschüsse den Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Als Wachstumspotential verbleibt damit nur die branchenübliche Preissteigerung (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

bb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

cc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages vor allem in dem hier vorliegenden Bewertungsgutachten von [ ] und auch im Prüfgutachten der Barabfindungsprüferin [ ] nur eine untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie den Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Prüferin haben sich auf die isolierte Betrachtung des inflationsgetriebenen Wachstums der VEAG beschränkt und dabei relativ allgemein gehaltene Erwägungen angestellt, um die im Bewertungsgutachten in Ansatz gebrachte Wachstumsrate von 0,25 % zu begründen. Da in den Netzgebieten der Gesellschaft künftig von einer rückläufigen Bevölkerung auszugehen sei, werde dies vor allem die Überwälzung der Systemkos-

ten schwierig machen. Eine Anpassung der Netzstruktur an den sinkenden Bedarf sei kaum möglich, so dass kaum noch Wachstumsmöglichkeiten bestünden. Zudem könnten sich künftige regulatorische Eingriffe negativ auf die weitere Unternehmensentwicklung auswirken. Die Prüferin hat diesbezüglich offenbar keine eigenen Überlegungen angestellt, sondern bezeichnet den Ansatz von lediglich pauschal als „üblich, zutreffend und angemessen“. Damit konnte die festgestellte Wachstumsrate von lediglich 0,25 % zunächst nicht als plausibel angesehen werden.

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate greift schon aus dem Grund zu kurz, dass vom Grundsatz her - unabhängig von dessen absoluter Höhe - bereits im Basiszinsatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein arbeitendes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der Pixelpark AG als im Wesentlichen auf die Erbringung von Dienstleistungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern hauptsächlich durch steigende Investitionen in die eingesetzte Technik, regulatorische Abgaben sowie Personalaufwendungen

ee) Darüber hinaus ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger Studien für die Annahme eines durchschnittli-

chen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, BewertungsPraktiker 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, BewertungsPraktiker, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Zudem treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung wird stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft aber kaum anzutreffen sein. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ff) Der Standard IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

gg) Die Bewertungsgutachterin hat die Annahme einer – im Verhältnis zu anderen Bewertungsfällen verhältnismäßig – geringen Wachstumsrate von lediglich 0,25 % für die ewige Rente im Wesentlichen mit der schwierigen demografischen Entwicklung im Absatzgebiet der Vattenfall Europe AG begründet. Die Bevölkerung werde laut Prognosen langfristig schrumpfen, was zu generell geringeren Absatzmengen führe, während am Verteilnetz keine entsprechenden Einsparungen möglich seien.

Ein Wachstumsabschlag in dieser Höhe war nicht als unplausibel zu verwerfen, da auch ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag durchaus nachhaltiges (positives) Wachstum darstellt. So drückt ein Wachstumsabschlag von lediglich 0,25% aus, dass das Unternehmen nachhaltige Kostensteigerungen im unternehmensspezifischen Bereich durch

Preiserhöhungen auf die Kunden überwälzen oder sonst kompensieren und darüber hinaus ein Gewinnwachstum von 0,25% erreichen kann, sich aber der allgemeinen Geldentwertung nicht entziehen kann, weil ihr Gewinnwachstum hinter der allgemeinen Inflationsrate zurückbleibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 274 nach beck-online; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014, 20 W 3/12, Tz. 136 nach beck-online).

hh) Der Sachverständige hat dieses übereinstimmende Ergebnis von Gutachterin und Prüferin unter Berücksichtigung der Einwendungen der Antragstellerseite analysiert und vom absoluten Wert her für vertretbar gehalten.

Allerdings war keine vollständige Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsmodell von gegeben, da der gerichtliche Sachverständige in seinem Modell nach dem Detailplanungszeitraum eine Konvergenzphase eingefügt hat, in deren Verlauf noch „echtes“ Wachstum stattfindet. Der Beginn der Phase des „synthetischen“ Wachstums nach dem Erreichen des eingeschwungenen Zustands wird mithin zeitlich nach hinten verschoben. Dies hat zur Folge, dass die Bedeutung der Rentenphase für die Höhe des Ertragswerts tendenziell abnimmt.

Der Sachverständige betont allerdings, dass er die von ab dem Jahr 2009 angesetzte Wachstumsrate von 0,25 % ohne die zusätzliche Annahme einer wachstumsbedingten Thesaurierung mit dem Ziel des gleichzeitigen Wachstums der Bilanzpostens nicht für plausibel hält. Entsprechend hat er eine solche Position in sein Bewertungsmodell eingefügt.

Der Sachverständige beschreibt zunächst die unterschiedlichen Ursachen für das Wachstum der finanziellen Überschüsse von Unternehmen. Er hat sodann die Entwicklung des Verbraucherpreisindex in den Jahren 1997 bis 2004 betrachtet und ist dabei für das geometrische Mittel zu einem Wert von 1,3 % gelangt. In ähnlicher Höhe, nämlich in einer solchen von 1,6%, haben sich nach den Ermittlungen des Sachverständigen im gleichen Zeitraum die Erzeugerpreise für Strom entwickelt. Deutlich höher, nämlich bei 9,1 %, lag das durchschnittliche Gewinnwachstum von Unternehmen aus dem Bereich der Energie- und Wasserversorgung. Insoweit weist der Sachverständige zwar auf die Volatilität der von ihm ermittelten Wachstumsraten hin, allerdings lagen die ausweislich der von ihm in Tz. 885 des Hauptgutachtens eingefügten Tabelle im betrachteten Zeitraum bei mindestens 6,3 %.

Dass der Sachverständige auch in Anbetracht dieser Werte die von angesetzte, relativ niedrige Wachstumsrate von 0,25 % für plausibel hielt, lag an dem oben erwähnten Umstand, dass

er für die Abbildung eines wertsteigernden Wachstums der VEAG nach dem Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2008 eine Konvergenzphase von sieben Jahren eingefügt hat. Insoweit bestätigt er die von Seiten der Antragsteller geäußerte Kritik am Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,25 % bereits ab dem Jahr 2009.

ii) Zutreffend weist der Sachverständige im Übrigen weiter darauf hin, dass der Wachstumsabschlag für den hier vorliegenden Fall der Thesaurierung von Mitteln in der ewigen Rente nur einen Teil des Wachstums abbildet, nämlich ausschließlich denjenigen Teil, der rein inflationsgetrieben ist.

Insoweit kann nicht außer Betracht gelassen werden, dass im Rahmen des Bewertungskalküls zu berücksichtigen ist, dass sich nicht unerhebliche Wachstumseffekte durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde. Die gegenteilige Annahme verkennt, dass in der Phase der ewigen Rente die thesaurierten und den Anteilseigner fiktiv zugerechneten Beträge einen wesentlichen Teil des operativen Wachstums darstellen und dementsprechend bereits abgebildet sind.

Nach der vom Sachverständigen in Tz. 896 ff. des (Haupt-) Gutachtens durchgeführten Berechnung ergibt sich unter Berücksichtigung beider Wachstumskomponenten ein (dauerhaftes) Gesamtwachstum von 3,48 %. Damit steht die Annahme eines Wachstumsabschlags von 0,25 % zum einen nicht im Widerspruch zu Studien, die deutlich höhere Wachstumsraten von Unternehmen feststellen. Zum anderen übersteigt die Gesamtwachstumsrate die erwartete Inflation und führt damit, unabhängig von der Frage der konkreten Preissteigerungsrate für die von der Gesellschaft bezogenen Leistungen, nicht zu einem dauerhaften „Schrumpfen“ des Unternehmens. Ein solches würde sich lediglich für den – hier nicht einschlägigen – Fall der Annahme einer Vollausschüttung der Unternehmensgewinne ergeben.

Auch unter Berücksichtigung der von Antragstellerseite erhobenen Einwendungen war nicht ersichtlich, dass für die VEAG ein höherer Wachstumsabschlag in Ansatz zu bringen war. Wie oben bereits ausgeführt, handelt es sich bei dieser Komponente des Kapitalisierungszinssatzes um das residuale, durch die Geldentwertung bedingte Wachstum im Rahmen des eingeschwungenen Zustands des Unternehmens. Insoweit war zu berücksichtigen, dass aus der Sicht des Bewertungsstichtages nicht von einem breitbandigen weiteren Wachstum des Strommarktes

auszugehen war, da zum einen ein Rückgang der Anzahl der Verbraucher zu und zum anderen die Hebung von Einsparpotenzialen zu erwarten war. Damit erscheint das vom Sachverständigen berechnete Gesamtwachstum als plausibel.

## **9. Verprobung des vom Sachverständigen gefundenen Ergebnisses**

### **a) Börsenkurs**

Wie oben bereits dargelegt, war der Börsenkurs der VEAG nach der Rechtsprechung des BVerfG zwar als Untergrenze für die Abfindung heranzuziehen. Er war jedoch nicht hinreichend aussagekräftig, um belastbare Rückschlüsse auf den Fundamentalwert des VEAG-Konzerns zum Bewertungsstichtag ziehen zu können.

Es lag auch die Annahme fern, dass der an der Börse gebildete Marktpreis der VEAG im Rahmen nicht näher bestimmbarer Toleranzen eine Obergrenze für den Unternehmenswert gebildet hätte. Daher ging die Auffassung der Antragsgegnerin fehl, dass ein Vergleich zwischen dem durchschnittlichen Börsenkurs und dem vom gerichtlich bestellten Sachverständigen ermittelten Ertragswert aufgrund der erheblichen Diskrepanz beider Werte für die fehlende Plausibilität des vom Sachverständigen ermittelten Unternehmenswert sprechen müsse.

Unabhängig von der – wie oben gezeigt – nur unter bestimmten Umständen möglichen Heranziehung des Börsenkurses als alleinigem Maßstab für die Höhe der Abfindung nach § 327c AktG, existieren Analysen, welche wegen der zunehmenden Subjektivität und stark divergierenden Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Nutzenpotenziale ein Problem für das Heranziehen des Börsenkurses für Unternehmensbewertung sehen. Insoweit sei zu beachten, dass der Börsenkurs eines Unternehmens wesentlich von Faktoren abhängt, die nicht mit dem Ertragswert im Sinne eines Unternehmens Gesamtwertes in Verbindung stünden, sodass der Börsenkurs weiterhin zum einen als Wertuntergrenze und zum anderen lediglich als Orientierungsgröße bei der Ermittlung von Unternehmenswerten verwendet werden könne (vgl. Böcking/Rauschenberg, Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 2 Rn 2.60).

Vor diesem Hintergrund stellt der Sachverständige in seinem Hauptgutachten zutreffend fest, dass die Preisbildung an Kapitalmärkten aufgrund der regelmäßig vorhandenen Informationsineffizienz die Aussagekraft des Börsenwertes im Einzelfall auch im Rahmen der Plausibilisierung eines ermittelten Ertragswerts nach dem Verfahren IDW S1 ganz erheblich einschränke. Mit die-

ser Ansicht stellt sich der Sachverständige, anders als die Antragsgegnerin meint, gerade nicht gegen die herrschende Rechtsprechung zur Berücksichtigung des Börsenkurses, sondern betont nur die soeben erwähneter allgemein anerkannte Problematik, die zu der bereits angesprochenen genauen Untersuchung der im Einzelfall vorliegenden Daten zwingt.

Jedenfalls war dem Fazit des Sachverständigen in Tz. 945 seines Hauptgutachtens ohne Weiteres zuzustimmen, wenn er dort ausführt, dass sich aus dem in der Vergangenheit zu beobachtenden Börsenkurs keine zwingenden Hinweise darauf ergeben, dass die von ihm vorgenommenen Anpassungen beziehungsweise das von ihm hieraus abgeleitete Bewertungsergebnis nicht plausibel sind.

## **b) Multiplikatoren**

Die Bewertungsgutachterin hat neben der Ermittlung von Ertrags- und Börsenwert keine alternativen Wertermittlungsmethoden herangezogen, um das gefundene Ergebnis weiter zu untersuchen. Der gerichtliche Sachverständige hat demgegenüber den Versuch unternommen, das von ihm gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels überlegener Methoden gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist aber schon aufgrund der fehlenden Eindeutigkeit der sowohl von der Bewertungsgutachterin mitgeteilten Werte nicht gegeben.

b) In diesem Zusammenhang ergeben sich dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden“ Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen. Zum anderen beruhen die für die EBIT- und EBIT-DA-Größen sowie Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen herangezogenen Daten für die Geschäftsjahre 2006 bis 2008 wiederum auf „Konsensus-Schätzungen“ nicht näher genannter Analysten, welche der Sachverständige der Datenbank CapitalIQ entnommen hat. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob der Umstand, dass der Sachverständige für die VEAG implizite Multiplikatoren aus seinem eigenen Bewertungsmodell entnommen hat, nicht in gewissem Umfang zu einem Zirkelschluss führt.

Damit kann dem gefundenen Ergebnis, dass sich die EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren der VEAG innerhalb der Bandbreite der für die Vergleichsunternehmen berechneten Werte liegen, eine nur sehr begrenzte eigenständige Aussagekraft beigemessen werden. Es mag aber jedenfalls darauf hindeuten, dass der vom Sachverständigen berechnete Ertragswert nicht vollkommen außerhalb eines realistischen Wertekorridors liegt, wie die Antragsgegnerin dies geltend macht.

c) Wegen der grundsätzlich beschränkten Aussagekraft des Multiplikatorvergleichs hat die Kammer davon abgesehen, dem Sachverständigen eine weitere Ausermittlung dieses Punktes aufzugeben.

## **10. Kosten und Geschäftswert**

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

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

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

d) Die Festsetzung des Geschäftswerts folgt aus § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG a. F. Dieser Wert gilt für die Gerichtskosten und auch den Vertreter der außenstehenden Aktionäre, §§ 15 Abs. 2 Satz 2, 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG a.F. (vgl. auch OLG Karlsruhe Beschl. v. 12.9.2017 – 12a W 8/15, BeckRS 2017, 124895 Rn. 112, beck-online). Angesichts der Anzahl von 6.454.150 außenstehenden Aktien und einem Erhöhungsbetrag von 17,78 EUR je Stückaktie war ohne Weiteres

der Höchstbetrag von 7,5 Mio. EUR festzusetzen.

### **11. Weitere Nebenentscheidungen**

Weiterer Aussprüche bedurfte es im hiesigen Verfahren nicht. Insbesondere war keine Entscheidung über die Verzinsung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre oder über den Zeitpunkt der Fälligkeit des Ausgleichs zu treffen.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist grundsätzlich nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilsinhaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die gesetzliche Verzinsung des § 305 Absatz 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden, sie muss es aber nicht (vgl. BGH, NZG 2003, 1017; streitig: für eine Tenorierung: OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280; dagegen etwa Hüffer, a.a.O., Rz. 26a zu § 305 AktG).