

Beglaubigte Abschrift

Aktenzeichen:
31 O 1/13 KfH SpruchG



Landgericht Stuttgart

Beschluss

In dem Spruchverfahren

wegen Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs und Barabfindung gem §§ 304 ff AktG

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter

Gründe:**A.**

Die Antragsteller zu 1-34 und der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre verlangen die Festsetzung einer angemessenen höheren Ausgleichszahlung und Barabfindung wegen des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages der Antragsgegnerin als herrschender Gesellschaft mit der Tognum AG, Friedrichshafen, als abhängiger Gesellschaft am 25.09.2012 (§ 291 Abs. 1 AktG).

Die Tognum AG geht zurück auf die Luftfahrzeug-Motorenbau GmbH, die am 23.03.1909 gegründet wurde. Nach Umfirmierungen stieg das Unternehmen nach dem ersten Weltkrieg in die Herstellung von Hochleistungsdieselmotoren ein. Die Tognum AG fungiert als Konzerngesellschaft (Holding) mit 24 (Stand 30.06.2012) vollkonsolidierten Gesellschaften (Tognum-Konzern). Die größte Einzelgesellschaft des Tognum Konzerns ist die MTU Friedrichshafen GmbH. Zum Tognum Konzern gehören (30.06.2012) weltweit 10.313 Mitarbeiter. Wesentliche Produktionsstandorte befinden sich in Deutschland, den USA und China. Der Tognum-Konzern ist in drei Geschäftsbereiche gegliedert (Engines, Onsite Energy & Components und Distribution). Der Konzern produziert diesel- und gasbetriebene Motoren für sog. Off-Highway-Anwendungen, wovon der größte Umsatzanteil im Bereich Engines (57 %) erzielt wird (Onsite Energy & Components 28 %, Distribution 15 %).

Wesentliche Wettbewerber sind Caterpillar, Cummins und MAN Diesel. Tognum hat insbesondere im Bereich von 500 bis 10.000 kW eine starke Marktposition und zählt in den Bereichen Megayachten, Schnellfähren, Fregatten und Patrouillenbooten zu den führenden Anbietern.

Die Umsatzerlöse des Tognum-Konzerns betragen zum 31.12.2011 € 2.972.100.000,00.

Das Grundkapital beträgt € 131.375.000,00 und ist in eine gleiche Anzahl auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. 2007 ging der Tognum Konzern an die Börse. Die Aktien werden an verschiedenen Wertpapierbörsen (Xetra, Börse Frankfurt), gehandelt.

Die Antragsgegnerin, ein Gemeinschaftsunternehmen, an dem die Firmen _____ und _____ (eine mittelbare 100%-ige Tochtergesellschaft von _____) beteiligt sind, erwarb mit einem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot (09. März 2011, veröffentlicht am 06.04.2011) 99 % der Aktien der Tognum AG. Die Antragsgegnerin übernahm das restliche Pro-

zent der Aktien der Minderheitsaktionäre der Tognum AG im Wege eines WpÜG-Squeeze-Out-Verfahrens gem. §§ 39 a, 39 b WpÜG mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15.11.2011 gegen Gewährung einer Abfindung in Höhe von € 26,00 je Stückaktie. Beschwerden gegen diesen Beschluss hat das OLG Frankfurt am Main am 21.05.2012 zurückgewiesen. Rechtsbeschwerden zum BGH wurden bis 08.03.2013 zurückgenommen (Rechtskraftdatum des Übernahmebeschlusses), nachdem sich die Antragsgegnerin mit den Rechtsbeschwerdeführern auf eine Erhöhung des Abfindungsbetrages des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (25.09.2012) von € 26,46 auf € 31,61 geeinigt hatte. Der Vergleich, ein echter Vertrag zugunsten Dritter, wurde am 14.03.2013 im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Die Tognum AG und die Antragsgegnerin schlossen am 25.09.2012 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Im Auftrag der Vertragsparteien erstattete

am 14.09.2012 ein Unternehmensbewertungsgutachten. Dieses ermittelte einen Unternehmenswert zum Tag der Hauptversammlung der Tognum AG am 15.11.2012 in Höhe von € 3.344.600.000,00 pro Aktie, mithin € 25,46 als Barabfindung. Diese wurde im Hinblick auf den Börsenkurs der Gesellschaft auf € 26,46 erhöht. Die Ausgleichszahlung wurde mit € 1,85 brutto ermittelt.

Die

erstattete aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 17.07.2012 am 17.09.2012 einen Prüfbericht (Sachverständigerprüfer). Dieser bestätigte den vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert.

Die Hauptversammlung der Tognum AG vom 15.11.2012 stimmte dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zu aufgrund eines gemeinsamen Berichts der Tognum AG und der Antragsgegnerin. Am 19.12.2012 wurde der Zustimmungsbeschluss in das Handelsregister der Tognum AG in Ulm eingetragen und am 08.01.2013 bekannt gemacht.

Ab 02. Januar 2013 haben 34 Antragsteller Anträge auf Festsetzung einer angemessenen höheren Ausgleichszahlung (als brutto € 1,85) und einer angemessenen höheren Barabfindung (als € 26,46 bzw. € 31,61 je Aktie aufgrund des Vergleichs) bei dem Landgericht Stuttgart eingereicht. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre tragen zur Begründung ihrer Anträge zusammengefasst Folgendes vor:

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung der Tognum AG sei zu pessimistisch im Hinblick auf deren starke Marktstellung bei Industriemotoren. Die Entwicklung der allge-

meinen Verwaltungskosten sei unklar. Die Ausweitung der Geschäfte auf die GUS-Staaten sei nicht beachtet worden. Insgesamt seien die Wachstumspotentiale nicht hinreichend berücksichtigt worden. Die Verwaltungs- und Vertriebskostenquote sinke in zu geringem Umfang und der Forschungs- und Entwicklungsaufwand sei zu hoch angesetzt worden. Eine Berücksichtigung des Marktwertes und von Synergieeffekten fehle. Auch basiere die gesamte Unternehmensbewertung auf veralteten Planzahlen vom November 2011. Der Detailplanungszeitraum von 2012 bis 2014 sei bei weitem zu kurz, auch bei Berücksichtigung der Tatsache, dass im Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 15.11.2012 das erste Planjahr 2012 beinahe abgelaufen gewesen sei. Die Planungen seien anlassbezogen für den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages aufgestellt worden und der Bewertungsgutachter habe seine eigene Planung an die Stelle der zuständigen Organe der Tognum AG gesetzt. Bei dem Übergang zur ewigen Rente (ab 2015) sei noch kein sog. "eingeschwungener Zustand" des Unternehmens vorgelegen. Insgesamt sei eine falsche Thesaurierung ohne Nettoeinnahmen bei den Antragstellern für die Detailplanungsphase 1 zugrunde gelegt worden. Lediglich für das Jahr 2015 (Planphase 2) sei eine fiktive Hinzurechnung der Thesaurierung erfolgt.

Bei Zugrundelegung des Börsenkurses hätte im Hinblick auf den zu langen Zeitraum zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung vom 15.11.2012 eine Aufzinsung erfolgen müssen.

Außerdem rügen die Antragsteller bei der Bewertung des Kapitalisierungszinssatzes die angesetzten Werte für Basiszins, Risikozuschlag, Betafaktor, die Zusammensetzung der sog. Peer-Group mit ausländischen Unternehmen sowie den angesetzten Wachstumsanschlag als unzutreffend.

Im Übrigen seien Sonderwerte der Tognum AG, wie die Beteiligung an der IFA-Rotorion Holding nicht nachvollziehbar dargelegt und der Wert eines Maybach Oldtimer PKW mit 300.000,00 € zu gering angesetzt worden.

Im Übrigen rügen die Antragsteller die Bewertungsmethode nach dem CAPM-Modell, die fehlende Berücksichtigung von Aktienvorerwerbspreisen des Hauptaktionärs sowie die Nichtberücksichtigung von Investitionsschutzverträgen der Bundesrepublik Deutschland und beantragen die Vorlegung weiterer Unterlagen wie Arbeitspapiere sowie die Vorlage einer Evolution Security vom Mai 2011 im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der Antragsgegnerin gem. § 35 WpÜG und die Beiziehung der Akte des Landgerichts Frankfurt am Main zu diesem WpÜG-Verfahren.

Die Antragsgegnerin rügt die Unzulässigkeit aller Anträge der Antragsteller auf Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung wegen fehlenden Rechtsschutzinteresses. Durch Rücknahme der Rechtsbeschwerden im übernahmerechtlichen Squeeze-out-Verfahren vor dem BGH sei

der Zurückweisungsbeschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15.11.2011 rechtskräftig geworden. Damit hätten die Antragsteller ihre Aktionärsstellung vor Fälligwerden ihres Ausgleichsanspruchs im Jahr 2013 verloren.

Bei den Anträgen der Antragsteller auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung rügt die Antragsgegnerin die Unzulässigkeit einzelner Anträge wegen teilweise fehlender Unterzeichnung der Anträge, fehlender Darlegung der Antragsberechtigung, fehlenden stichtagsbezogenen Nachweises der Aktionärsstellung sowie wegen fehlender bzw. unzureichender schablonenhafter Antragsbegründung.

Im Übrigen seien alle Anträge bezüglich der Barabfindung unbegründet.

Die Antragsgegnerin verteidigt den vom Unternehmensbewerfer ermittelten und vom sachverständigen Prüfer gebilligten Unternehmenswert der Tognum AG als korrekt, insbesondere den für alle Antragsteller günstigen erhöhten Barabfindungswert von € 31,61 aufgrund des Vergleichs vom März 2013, der im vorliegenden Spruchverfahren allein für die Frage der Begründetheit der Anträge maßgebend sei. Der Bewertung liege insbesondere keine zu pessimistische Planung im Bereich des Umsatzes zugrunde auch unter Berücksichtigung der geplanten Aufwandskosten (Verwaltungskosten, Forschungs- und Entwicklungsaufwand). Die Unternehmensplanung sei auch nicht anlassbezogen auf den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zum Nachteil der Minderheitsaktionäre erfolgt. Die Stellung der Tognum AG im Marktumfeld sei hinreichend berücksichtigt worden, wobei insgesamt die Unternehmensplanung ambitioniert sei. Die Detailplanungsphase sei mit drei Jahren hinreichend lang und aussagefähig.

Der Kapitalisierungszinssatz mit seinen Faktoren sei korrekt unter Zugrundelegung des anerkannten CAPM-Modells ermittelt worden. Gleiches gelte für den Börsenkurs. Die Bewertungsansätze für Sonderwerte seien korrekt. Im Übrigen bestünde kein Anspruch der Antragsteller auf Herausgabe weiterer Unterlagen:

Es wird insgesamt auf den Vortrag aller Antragsteller, des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre und der Antragsgegnerin sowie alle vorgelegten Unterlagen Bezug genommen insbesondere soweit vorstehend nicht sämtliche Details der Antragsbegründungen und der Antragserwiderung aufgeführt worden sind.

Die Verfahren wurden mit Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 22.05.2013 verbunden. wurde mit Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 24.09.2013 zum Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bestellt. Nach Hinweis der Kam-

mer im Beschluss vom 24.09.2013 IV Abs. 4 auf ein fehlendes Rechtsschutzbedürfnis der Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs im Hinblick auf den rechtskräftigen Abschluss des WpÜG-Squeeze-Out-Verfahrens nahmen 22 Antragsteller (Antragsteller 6-10, 12-18, 21-24, 26-31) ihre Anträge auf Festsetzung einer angemessenen höheren Ausgleichszahlung zurück.

Die Sachverständigenprüfer und wurden vor der Kammer mündlich am 24.11.2015 angehört zur weiteren Erläuterung ihres schriftlichen Prüfberichts. Auf das Verhandlungsprotokoll wird verwiesen.

B.

I.

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1-5, 11, 19, 20, 25 und 32 bis 34 auf Festsetzung einer angemessenen höheren Ausgleichszahlung sind wegen fehlenden Rechtsschutzinteresses unzulässig. Diese Aktionäre waren im Zeitpunkt der Antragstellung im vorliegenden Spruchverfahren (Zeitraum 02. Januar 2013 bei Antragsteller Ziff. 1 bis 05. März 2013 bei Antragstellerin Ziff. 34) nicht mehr Aktionäre der Tognum AG. Sie haben ihre Aktionärsstellung durch am 08. März 2013 (Rücknahme der Rechtsbeschwerden beim BGH im übernahmerechtlichen Squeeze-out-Verfahren der §§ 39 a, b, WpÜG) rechtskräftig gewordenen Zurückweisungsbeschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15.11.2011 verloren, bevor ihr Anspruch auf Abfindung entstanden war. Dieser entsteht mit Fälligkeit (OLG Stuttgart, Beschluss vom 07.06.2011, Az. 20 W 2/11 Rz. 72, 76, 77), vorliegend am ersten Tag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Tognum AG für das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 (§ 4 Abs. 3 und Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages). Die Hauptversammlung für das Geschäftsjahr 2012 lag im oben genannten Zeitraum der Antragstellung dieser Aktionäre noch nicht vor.

II.

Der Antrag des Antragstellers Ziff. 19 auf Festsetzung einer angemessenen höheren Barabfindung ist unzulässig. Der Antragsteller hat in seiner Anspruchsschrift vom 20.01.2013 (Gerichtseingang: 22. Januar 2013), die zwar innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG eingereicht wurde (ab 08. Januar 2013 grundsätzlich bis 08.04.2013) seine Aktio-

närsstellung zum Zeitpunkt seiner Antragsstellung (§ 3 Abs. 2 SpruchG) nicht vorgetragen.

III.

Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig. Sie wurden mit konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation hinreichend begründet (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG), rechtzeitig innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG eingereicht und mit einer rechtzeitigen und substantiierten Darlegung der Antragsberechtigung versehen.

IV.

Die Anträge sind jedoch in der Sache nicht begründet. Das Barabfindungsangebot der Antragsgegner in Höhe von € 31,61 je Aktie der Tognum AG im außergerichtlichen Vergleich zwischen den Beschwerdeführern im übernahmerechtlichen Squeeze-out-Verfahren und der Antragsgegnerin vom 07. März 2013, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.03.2013, in Verbindung mit dem darin enthaltenen Vertrag zugunsten Dritter ist angemessen. Der diesem Vergleichsangebot zugrunde liegende Unternehmenswert der Tognum AG bemisst sich auf 4.152.763.750,- € (131.375.000 Aktien der Tognum AG multipliziert mit € 31,61) und stellt den für die Begründetheit der Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung im vorliegenden Spruchverfahren maßgeblichen Unternehmenswert dar. Ist dieser Unternehmenswert, wie vorliegend nicht der Fall, nicht zu erhöhen, sind die Anträge der Antragsteller als unbegründet zurückzuweisen mit der Maßgabe, dass der im Vergleich festgesetzte Kompensationswert angemessen ist im Hinblick auf § 13 SpruchG (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, Komm. zum AktG, 3. Aufl., § 11 Rn 3 SpruchG).

Die von den Antragstellern vorgetragene Einwendungen rechtfertigen auch im Hinblick auf einen Börsenwert der Aktie der Tognum AG keine Festsetzung eines höheren Barabfindungsbetrags gem. § 305 AktG.

Die Barabfindung in Höhe von € 31,61 je Aktie entspricht jedenfalls dem vollen Wert des Unternehmens der Tognum AG, bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 15.11.2012 gem. § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

Angemessen ist eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem Unternehmen. Zu ermitteln ist der sog. Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft aus-

scheiden kann. Nach den Darlegungen der

in der gutachterlichen Stellungnahme vom 14.09.2012 (

und

) in Verbindung mit dem Prüfbericht der

vom 17.09.2012

() und den mündlichen ergänzenden Darlegungen der

und

bei der Anhörung vor der Kammer am

24.11.2015 wurde der Wert des Unternehmens zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 15.11.2012 korrekt bei Berücksichtigung eines Börsenkurses von € 26,46 je Aktie der Tognum AG mit € 3.476.182.500,00 ermittelt, nachdem ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert € 3.344.600.000,00 bzw. € 3.344.807.500,00 ergab (€ 25,46 je Aktie). Das Barabfindungsangebot in Höhe von € 31,61 je Aktie ist damit in jedem Fall angemessen.

Das Gericht hat in einem Spruchverfahren die Angemessenheit des Barabfindungsangebots zu prüfen, das den Aktionären für die Beeinträchtigung ihrer Aktionärsstellung, nämlich der gesetzlich eingeräumten Möglichkeit der Veräußerung ihrer Aktien an den Hauptaktionär gem. § 305 AktG insbesondere im Hinblick auf die Beeinträchtigung ihrer Herrschaftsrechte durch den Unternehmensvertrag, gewährt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ist eine Rechtsfrage. Ein Ausgleich ist dann angemessen, wenn er eine volle Entschädigung für den Verlust der jeweiligen Rechtsposition bietet. Die Entschädigung muss deshalb dem "wirklichen" oder "wahren" Wert der Unternehmensbeteiligung entsprechen und so bemessen sein, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Dispositionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme (hier: Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 15.11.2012) erlangt hätten. Danach ist der Grenzpreis maßgeblich, zu dem die Aktionäre aus der Gesellschaft ohne wirtschaftlichen Nachteil ausscheiden können.

Einen einzig richtigen Wert des Unternehmens gibt es jedoch hierbei nicht. Jede Bewertung eines Unternehmens und einer Beteiligung daran ist unabhängig von der gewählten Methode eine mit Unsicherheiten und Wertungen behaftete Schätzung. Angemessen sind danach Werte, die innerhalb einer Bewertungsbandbreite liegen. Das Gericht ist bei einem Spruchverfahren nur gehalten, Kompensationen außerhalb einer solchen Bandbreite angemessener Werte zu korrigieren.

Wegen des Fehlens eines einzig richtigen Unternehmenswerts bzw. richtigen Anteilswerts hat das Gericht eine Schätzung des Unternehmenswerts/Anteilswerts gem. § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmen. Hierbei hat das Gericht unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung zu

entscheiden. Die hierfür stets erforderliche hinreichende Grundlage für eine Schätzung bilden in einem Spruchverfahren alle Wertermittlungen, die in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen entsprechen. Hierbei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, darüber zu befinden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelfallentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode die richtige ist, die es zudem nicht gibt. In der Wirtschaftswissenschaft umstrittene Fragen der Unternehmensbewertung hat das Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht zu klären, noch hierzu auch nur einen Beitrag zu leisten. Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion bei der Unternehmensbewertung ist nicht abgeschlossen und Fragen der Bewertungsmethodik und methodischen Einzelfallfragen sind umstritten. Daher kann das Gericht auf alle Bewertungen zurückgreifen, die in der Wirtschaftswissenschaft auf anerkannten und in der Praxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden oder methodischen Einzelfallfragen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers diskutiert werden. Gebräuchlich und anerkannt ist eine Auffassung dann, wenn sie in der Praxis der Wirtschaftswissenschaft bei der Unternehmensbewertung nicht nur vereinzelt angewandt wird und diese Anwendung in der Fachliteratur zumindest als vertretbar angesehen wird. Dies gilt insbesondere für den vom Institut für Wirtschaftsprüfer (IDW) herausgegebenen Standard zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (hier: IDWS 1 in der Fassung 2008) und für sonstige Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen der Betriebswirtschaft (FAUB).

Vorliegend lag der Unternehmensbewertung die Anwendung derzeit in der Betriebswirtschaftslehre anerkannter und gebräuchlicher Bewertungsmethoden zugrunde. Dies gilt insbesondere für die Ertragswertmethode, nach der das Bewertungsgutachten und der Bericht des Sachverständigenprüfers den Unternehmenswert ermittelt haben.

Bei der Ertragswertmethode wird der Unternehmenswert ermittelt nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden, gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens kann aber, wie ausgeführt, kein mathematisch exakter oder wahrer Wert zum Stichtag festgestellt werden. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungs-

rechnungen können daher nicht in die Kategorie richtig oder falsch eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorie plausibel oder nicht plausibel. Plausibel ist eine Planungsrechnung jedoch dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen.

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswert der Tognum AG sind daher die vom Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose seiner Zukunftserträge, die vom Gericht nur eingeschränkt überprüfbar sind. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen (Vorstand gem. § 76 Abs. 1 AktG). Diese Entscheidung muss jedoch auf zutreffenden Informationen beruhen und ist auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie darf zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung bei einer solchen Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Vorliegend ist die Kammer aufgrund des schriftlichen Prüfberichts und der ergänzenden mündlichen Erläuterungen der sachverständigen Prüfer überzeugt, dass diese sorgfältig und kritisch die Planansätze aus der Unternehmensplanung und die Bewertungsabschnitte des Bewertungsgutachters untersucht, geprüft und nachvollzogen haben. Es besteht deshalb kein Anlass, nach § 7 Abs. 7 SpruchG die Vorlage von Unterlagen, wie etwa Planungsrechnungen oder Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfer anzuordnen, denn es fehlt angesichts der Behandlung der Planung im Bewertungsgutachten, im Prüfbericht und in den ergänzenden Erläuterungen des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung vom 15.11.2015 an der Entscheidungserheblichkeit weiterer Informationen.

Im Einzelnen ist zu den Einwendungen der Antragsteller, die den Gegenstand des Spruchverfahrens bestimmen, Folgendes auszuführen:

1. Unternehmensplanung

a) Bewertungsstichtag

Einwendungen der Antragsteller, bei der Unternehmensbewertung sei nicht auf den Bewertungsstichtag, den Tag der Hauptversammlung vom 15.11.2012, abgestellt worden, sondern auf den 01. Januar 2012 gehen fehl. Bei dem Datum 01.01.2012 handelt es sich um einen sog. technischen Bewertungsstichtag, wobei der zu diesem Zeitpunkt ermittelte Unternehmenswert bis zum 15.11.2012 aufgezinste wurde. Dies ist eine allgemein übliche und

anerkannte Bewertungsmethode bei der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens. Sie ist deshalb taugliche Schätzgrundlage für das Gericht.

b) Planungstreue

Die Rügen, der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüfer hätten die Detailplanung des Unternehmens (für die Jahre 2012 bis 2014) nicht mit früheren Planungen (gemeint wohl: der Vergangenheitszeitraum der Jahre 2009 bis 2011) abgeglichen, gehen fehl. Wie bei jeder Unternehmensbewertung aufgrund der Ertragswertmethode bilden die Werte der Vergangenheit grundsätzlich nur den Ausgangspunkt und die Grundlage für die Prognose der künftigen Entwicklung und deren Plausibilisierung. Dies war vorliegend der Fall. Der Bewertungssachverständige hat eine eingehende Analyse der Vergangenheitsjahre 2009 bis 2011 auf Konzern- und Segmentebene der Tognum AG erstellt (Seite 33 bis Seite 51 des Bewertungsgutachtens) nebst Bereinigung um außerordentliche und periodenfremde Vorgänge und Ergebnisbeiträge. Aus dem Bewertungsteil „der Analyse der Planerreicherung OP 2012 und strukturelle Veränderungen“ (Seite 52) ergibt sich die Überprüfung des Aufbaus der Detailplanungsphase auf dem letzten Vergangenheitsjahr 2011 durch den Bewertungsgutachter. Dies bestätigte auch der sachverständige Prüfer

bei seiner mündlichen Anhörung vor der Kammer, wonach aus den vom Bewertungssachverständigen ermittelten Prozentzahlen zum Vergleich der Jahre 2011 und 2012 erkennbar sei, dass die Umsatzanteile und das EBIT im Jahr 2012 kleiner gewesen sei als im Vorjahr 2011. Hieraus sei ersichtlich, dass man hinter dem Umsatzziel etwas zurückgefallen sei.

Anhaltspunkte dafür, dass keine Abgleichung der aktualisierten Planungen mit früheren Planungen vorlag, wie der pauschale Einwand dies nahelegt, sind daher nicht gegeben.

c) Detailplanungszeitraum

Auch Rügen gegen einen zu kurzen Detailplanungszeitraum von lediglich etwas mehr als zwei Jahren greifen nicht Platz. Der Zeitraum der Jahre 2012 bis einschließlich 2014, wobei das Jahr 2012 ein vollständiges Planjahr war, liegt in einem üblichen Rahmen (3-5 Jahre) einer Unternehmensbewertung. Der sachverständige Prüfer erläuterte hierzu ergänzend, dass bei der üblichen Unterteilung der Planung in einen Ertragswertanteil der Phase 1 (Detailplanungszeitraum) und einen Ertragswertanteil der Phase 2 (ewige Rente) es völlig unvorstellbar sei, dass eine Verlängerung der Detailplanungsphase 1 zu einer insgesamt Erhöhung der Ertragskraft eines Unternehmens führe. Unterschiedlich lange Detailplanungszeiträume seien branchenabhängig. Auch gäbe es technische Fortschreibun-

gen, die weit über übliche 2-3 Jahre hinaus laufen könnten. Scheinbar lange Detailplanungsphasen führten aber nur zur Abbildung sog. technischer Zusammenhänge, wie z.B. die Abschreibung von Atomkraftwerken. Im Umkehrschluss, so der sachverständige Prüfer, bedeute dies, dass die Planung für einen Zeitraum von 1 bis 1,5 Jahren relativ gut belastbar sei. Das sei eine Erkenntnis, die er aus vielen Unternehmensbewertungen gewonnen habe. Hierbei sei insbesondere festzustellen, dass die ersten Planjahre die entsprechenden späteren Ist-Zahlen relativ gut treffen. Die Abweichung der Planjahre ab dem 4. bis 5- Planjahr zu den dann tatsächlichen Ist-Zahlen werde dann aber immer größer. Vorliegend sei neben der Branchenzugehörigkeit aber auch das Alter des Unternehmens (altes Unternehmen, kein Start-up-Unternehmen) und seine Größe (ca. 3 Milliarden Umsatz und Vertretungen in vielen Ländern) zu beachten. Bei einem solchen Bewertungsobjekt, wie der Tognum AG, sei deshalb das zukünftige Potential begrenzt und überschaubar. In Verbindung mit diesen erläuternden ergänzenden Ausführungen des sachverständigen Prüfers hat deshalb die Kammer keinerlei Zweifel, dass der vorliegende Detailplanungszeitraum von 3 Jahren, bei dem das erste Planjahr 2012 auch bis zum Stichtag am 15.11.2012 bereits Ist-Zahlen aufwies, eine gute Basis für eine belastbare Detailplanung des Unternehmens darstellte.

Auch die Einwendung von Antragstellerseite, die Unternehmensbewertung basiere auf veralteten Planzahlen (23.11.2011) und eine spätere revolvierende Planung fehle, ist zur Überzeugung der Kammer nicht belegt. Bereits die Ausführungen im Bewertungsgutachten Seite 52 ("Analyse der Planerreicherung OP 2012 und strukturelle Veränderungen") zeigen auf, dass das Gegenteil der Fall war. Der Bewertungssachverständige legt insoweit dar, dass im Rahmen des regulären Planungsprozesses im Tognum Konzern das erste Planjahr 2012 aus der im November 2011 durch den Vorstand verabschiedeten operativen Planung einer unterjährigen Budgetkontrolle und Planungsaktualisierung unterworfen wurde. Dieser Prozess findet regelmäßig dreimal pro Jahr statt.

Der sachverständige Prüfer ergänzte bei seiner mündlichen Erläuterung am 24.11.2015, dass er sich von der Tognum AG den Planungsprozess habe erläutern lassen. Bei der Tognum AG handele es sich um ein alteingesessenes großes Unternehmen, bei dem die sachverständigen Prüfer eine extrem professionelle Planung von ausgezeichneter Güte vorgefunden hätten. Regelmäßig sei es bei Tognum im November/Dezember eines Jahres zum Abschluss der Drei-Jahres-Zukunftsplanung gekommen, wobei diese Planung vom Vorstand verabschiedet und dem Aufsichtsrat zur Kenntnis gegeben worden sei. Insbesondere bei der Planung für die Phase 1 (2012 bis 2014) habe es neben der Basisvariante

der Planung, die Grundlage für das Bewertungsgutachten gewesen sei, noch zwei Szenarien gegeben, nämlich ein sog. Hardlanding und ein sog. Softlanding, die beide jeweils zu deutlich niedrigeren Planergebnissen geführt hätten. Hintergrund für diese Zusatzszenarien sei der Umstand gewesen, dass im Zeitpunkt der Planung für die Jahre 2012 bis 2014 im November/Dezember 2011 noch die Finanzmarktkrise und Staatsschuldenkrise in vollem Gang gewesen sei. Dazuhin habe es Probleme mit dem Euro gegeben und die Entwicklung in den USA sei zu diesem Zeitpunkt (November/Dezember 2011) noch völlig offen und die wirtschaftliche Entwicklung in China auch hiervon betroffen gewesen. In einer solchen Situation sei es daher bei vielen Unternehmen üblich, auch sog. Worst-Case-Szenarien, wie vorliegend, zu fertigen, da die genannten Umstände eine hohe Unsicherheit für die künftige wirtschaftliche Entwicklung und des Umfeldes des Unternehmens allgemein bedingt hätten. Aus dem Vergleich der Prozentzahlen bei der Analyse der Planerreichung OP 2012 im Verhältnis zu den letzten Ist-Zahlen 2011 durch den Bewertungsgutachter (Seite 52) sei, so der sachverständige Prüfer, erkennbar, dass die Umsatzanteile und das EBIT im Jahr 2012 kleiner war als im Vorjahr 2011. Hieraus sei ersichtlich, dass man hinter dem Umsatzziel etwas zurückgefallen war. Eine dramatische Ist-Abweichung habe jedoch nicht vorgelegen. Aber dieser Umstand ergebe ein klares Indiz dafür, dass eine ambitionierte Planung des Unternehmens vorgelegen habe. Zudem spiegele sich hierin eine langsame Eintrübung der Konjunktur wieder. Die Einschätzung des sachverständigen Prüfers, die Einwendung des Vorliegens einer veralteten Planung könne von ihm nicht geteilt werden, ist deshalb für das Gericht nachvollziehbar und belegt.

d) Planänderung durch den Bewertungsgutachter

Der Vorwurf, der Bewertungsgutachter habe die Planung des Vorstands der Gesellschaft nach unten korrigiert und damit eine nicht mehr vom Vorstand getragene eigene Prognoserechnung erstellt, greift nicht Platz. Vorliegend hat der Bewertungsgutachter die ursprüngliche Planungsrechnung lediglich zu Zwecken der Bewertung ergänzt unter Einbeziehung werterhöhender spezifischer Faktoren, wie eine erforderliche Wechselkursaktualisierung, zusätzliche Ergebnispotentiale in den GUS-Staaten infolge einer nachhaltigen Geschäftsausweitung, wobei bereits zum Bewertungsstichtag Verhandlungen über die Gründung eines Jointventures vorlagen. Der sachverständige Prüfer ergänzte mündlich, dass bei der Unternehmensbewertung die Planung des Vorstands von November/Dezember 2011 zugrunde gelegt wurde (Phase 1). Es sei keine neue Planung vom Unternehmen bis zum Beginn der Tätigkeit des sachverständigen Prüfers Mitte 2012 verabschiedet worden. Jedoch sei es, wie vorliegend, absolut üblich, dass in solchen Fällen der Bewertungsgut-

achter aus bewertungstechnischen Gesichtspunkten Anpassungen bei der Planung vornimmt, da der Bewertungsgutachter auch die Aufgabe habe, die vorliegende Planung des Vorstands zu plausibilisieren. Insbesondere seien aufgrund weiterer Erkenntnisse im Zeitpunkt der Erstattung des Bewertungsgutachtens (Mitte 2012) bereits weiter angefallene Erträge zu berücksichtigen gewesen.

Da vorliegend diese Plananpassungen in Gesprächen zwischen dem Bewertungsgutachter und dem Vorstand der AG abgestimmt wurden, liegt nach Überzeugung der Kammer diesen Anpassungen ein hierfür erforderlicher Vorstandsbeschluss zugrunde. Die Unternehmensplanung gehört als Leitungsaufgabe zum Kernbereich des Vorstands einer Aktiengesellschaft gem. § 76 Abs. 1 AktG (Fleischer in Spindler/Stilz, Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 76 Rn. 18). Die Willensbildung des Vorstands bei Mehrgliedrigkeit erfolgt durch Beschluss, der grundsätzlich formfrei und auch konkludent gefasst werden kann (Fleischer a.a.O. § 77 Rn. 21, 22). Ein solcher konkludent geschlossener Vorstandsbeschluss liegt hier ersichtlich im Zusammenhang mit der engen Absprache zwischen Vorstand und Bewertungssachverständigem, der anschließenden Vollständigkeitserklärung des Vorstands (bei seiner Anhörung am 24.11.2016 vor der Kammer, Prot. S. 5) und dem Eingang des Ergebnisses des Bewertungsgutachtens in den Bericht des Vorstands zur Hauptversammlung am 15.11.2012, vor.

Eines absegnenden Beschlusses solcher Plananpassungen aus bewertungstechnischen Gesichtspunkten durch den Aufsichtsrat der Tognum AG gem. § 111 Abs. 1 AktG bedarf es nicht. Zwar hat der Aufsichtsrat grundsätzlich die Leitungsaufgabe des Vorstandes zu überwachen (Spindler a.a.O. § 111 Rn. 8). Dies gilt jedenfalls insbesondere soweit Berichtspflichten des Vorstands gem. § 90 Abs. 1 AktG gegenüber dem Aufsichtsrat bestehen. Von solchen Berichtspflichten sind jedoch nur grundsätzliche Fragen der Unternehmenspolitik/der Unternehmensplanung erfasst (Fleischer a.a.O. § 90, Rn. 16). Kleinere Plananpassungen, um die es sich bei den vorliegenden Anpassungen aus bewertungstechnischen Gesichtspunkten handelte, fallen jedoch nicht unter die Berichtspflicht des Vorstandes und sind deshalb auch nicht vom Aufsichtsrat abzusegnen.

- e) Die Detailplanung der Tognum AG ist auch nicht zu pessimistisch:

Die Planung der Umsatzerlöse weist auf Konzernebene für die Detailplanungphase 1 eine kontinuierliche Steigerung mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 9,3 % bis 2014 auf. Hierbei wurde berücksichtigt, dass infolge der Wirtschaftskrise die Umsatzerlöse ein vergleichsweise niedriges Niveau erreicht hatten und im Rahmen einer konjunkt-

rellen Erholung sich ab 2010 positiv entwickelt haben. In dem genannten Zeitraum stiegen auch die Umsatzkosten, jedoch blieb die Bruttoergebnismarge insgesamt auf einem hohen Niveau von 27,7 % in 2011 und erhöhte sich in 2012 auf 28,1%. Der sachverständige Prüfer stellte insoweit ergänzend fest, dass die für 2014 geplante Bruttoergebnismarge den höchsten Wert im Betrachtungszeitraum seit 2009 darstellte. Bei weiterer Untersuchung und Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds der Gesellschaft stellte er fest, dass die von der Gesellschaft geplanten Wachstumsraten für die Detailplanungsphase am oberen Ende bzw. über den Schätzungen der Marktstudien lagen. Gleiches gilt bei Heranziehung der Wachstumsraten von sog. Peer-Group-Mitgliedern.

Der Bewertungsgutachter hat dazuhin die geplanten Wachstumsraten ebenfalls analysiert unter Beachtung der drei Hauptgeschäftsfelder des Tognum Konzerns, der Tatsache einer vielfältigen und heterogenen Produkt- und Anwendungsstruktur der Gesellschaft, der fortlaufend strenger werdenden Emissionsrichtlinien und dem damit in Zusammenhang stehenden Erfordernis einer mit Mehrkosten verbundener aufwendigerer Produktion und Entwicklung sowie der Tatsache, dass der Tognum Konzern bereits in vielen Märkten mit hohen Marktanteilen sehr gut aufgestellt ist. Diesen Umstand umschrieb der sachverständige Prüfer bei seiner mündlichen Anhörung mit den Worten, dass es sich bei Tognum um ein altes Unternehmen und kein Start-up-Unternehmen handle mit der Folge, dass künftiges Wachstumspotential begrenzt und überschaubar sei und "dass in einem solchen Fall sozusagen die Bäume nicht mehr in den Himmel wachsen".

Das Gericht erkennt deshalb keinerlei Anhaltspunkte im Bereich der Untersuchung der geplanten Umsatzerlöse, dass diese zum Nachteil der Minderheitsaktionäre zu pessimistisch eingeschätzt worden sind.

- f) Eine zum Nachteil der Aktionäre geplante Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskostenentwicklung ist ebenfalls nicht erkennbar. So sinken die geplanten Vertriebskosten im Zeitraum 2012 und 2014 leicht (von 7,9 % in 2012 auf 7,7 % in 2014) wegen der Erwartung der Erwirtschaftung künftiger Skalenerträge. Die allgemeinen Verwaltungskosten steigen zwar für die Jahre 2013 und 2014 auf 3,7 % im Vergleich zu den Umsatzerlösen und im Verhältnis zu 3,5 % im Jahr 2012. Die Begründung, die erzielbaren Skalenerträge würden hier durch geplante Personalkostenerhöhungen ausgeglichen, die ihren Grund neben gewöhnlichen Personal- und Sachkostensteigerungen in einer projektbedingten Zunahme von Fremdleistungen haben, ist nachvollziehbar und plausibel.

- g) Die geplanten Forschungs- und Entwicklungskosten weisen ebenfalls keine Ansätze für eine für die Minderheitsaktionäre nachteilige Planung der Gesellschaft auf. Vielmehr ergibt sich im Verhältnis zu den steigenden Umsatzerlösen eine leicht rückläufige Quote für Forschungs- und Entwicklungskosten (von 6,4 % in 2012 auf 5,2 % in 2014). Der Bewertungssachverständige wies in diesem Zusammenhang zurecht darauf hin, dass auf den To-ognum Konzern als Technologieunternehmen auch künftig in hohem Maße Kosten für Forschung und Entwicklung zukommen werden.
- h) Auch Einwendungen der Antragsteller, Synergieeffekte seien nicht genügend beachtet worden, greifen nicht Platz. Sogenannte echte Synergieeffekte, die erst durch die Strukturmaßnahme erzielt werden und erzielbar sind, sind bei der Unternehmensbewertung nicht zu beachten. Bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigende unechte Synergieeffekte flossen in die Unternehmensplanung ein, ohne dass für das Gericht Anhaltspunkte dafür bestehen, dass der Umfang berücksichtigter unechter Synergieeffekte zu gering war. So wurden im Detailplanungszeitraum vorvertragliche Synergien mit einem EBIT-Volumen von € 6,5 Mio. in 2012, € 6,3 Mio. in 2013 und € 8,3 Mio in 2014 berücksichtigt. Diese resultierten aus Potentialen zur Erhöhung des Umsatzes durch Nutzung des Vertriebsnetzes und der Ausdehnung von Kooperationen im Bereich der "Low Power Range Gensets". Der sachverständige Prüfer hat die Berücksichtigung der unechten Synergieeffekte untersucht und bestätigt. Diese Synergieeffekte wirkten sich neben anderen Faktoren im Planungszeitraum auf eine kontinuierliche Ergebnisverbesserung aus (EBIT-Marge von 9,7 % in 2012 auf 12 % in 2014).
- i) Auch der Wert der Marke wurde, wie in der Ertragswertmethode anerkannt und erforderlich im Rahmen der Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt.
- j) Auch Einwendungen gegen die geplante Ausschüttungsquote (sowohl in der Detailplanungsphase 1 als auch in der ewigen Rente, Phase 2) greifen nicht durch. Entsprechend den Vorgaben des IDW hat der Bewertungsgutachter für die Detailplanungsphase 2012 bis 2014 eine Ausschüttung in Höhe der von der Gesellschaft geplanten Dividenden berücksichtigt (70/80 Cent pro Aktie). Entgegen den Annahmen einiger Antragsteller ist auch in der Detailplanungsphase 1 die geplante Thesaurierungsquote den Aktionären zugute gekommen. Der sachverständige Prüfer erklärte dies eindrücklich bei seiner Anhörung vor der Kammer wie folgt: Es sei zwar richtig, dass die Thesaurierung in der Detailplanungsphase auf der Planung des jeweiligen Vorstands des Unternehmens beruhe. Für

die Bewertungsgutachter stelle sich jedoch dann die Frage, ob die Thesaurierung auch sinnvoll ist. In diesem Zusammenhang werde zwischen einem Wertbeitrag aus Ausschüttung und einem Wertbeitrag aus Thesaurierung differenziert. Für das vorliegend zu bewertende Unternehmen Tognum AG sei der nicht ausgeschüttete Teil des Jahresergebnisses (Thesaurierungsquote) für die sog. Innenfinanzierung des Unternehmens verwendet worden, nämlich aufgrund des geplanten Kapitalbedarfs im Zusammenhang mit dem geplanten Wachstum für geplante Investitionen bezüglich des working capitals und bezüglich der Reduzierung der Bankverbindlichkeiten. Insbesondere die Reduzierung der Bankverbindlichkeiten aufgrund eines Teils der Innenfinanzierung über die Thesaurierungsquote reduziere in künftigen Planjahren auch den Zinsaufwand mit der Folge eines Anstiegs des Jahresergebnisses aber auch mit der Auswirkung der Reduzierung des Verschuldungsgrades (weniger Bankschulden). Dieser letzte Umstand wirke sich auch reduzierend auf das verschuldete Beta des Unternehmens aus und dies führe wiederum zu einer Erhöhung des Ertragswerts des Unternehmens.

Von einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre infolge der geplanten Thesaurierung in der Detailplanungsphase 1 kann deshalb keine Rede sein.

- k) Auch die Rüge eines unzutreffenden Verschuldungsgrades für das Jahr 2012 in Höhe von 13,6 % greift nicht Platz. Soweit diese Rüge auf eine in einem Zwischenbericht Q 3 2012 ausgewiesene Nettofinanzverschuldung sich stützt, hat die Antragsgegnerin substantiiert dargelegt, dass die tognum-spezifische Definition der Nettofinanzverschuldung sich keinesfalls deckt mit den sog. Nettofinanzverbindlichkeiten, die zum Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden. Die in den Geschäfts- bzw. Quartalsberichten der Gesellschaft ausgewiesene Nettofinanzverschuldung vernachlässige einerseits wesentliche Positionen so beispielsweise die Pensionsverpflichtungen, andererseits werde in der Berechnungslogik der Gesellschaft der gesamte Kassenbestand in die Nettobetrachtung einbezogen ohne zu beachten, dass ein gewisser Anteil des Kassenbestandes nicht für Tilgungs- bzw. Finanzierungszwecke zur Verfügung stehe weil er für das operative Geschäft benötigt werde. Unter Berücksichtigung dieser Umstände habe der Bewertungsgutachter für das erste Planjahr Nettofinanzverbindlichkeiten von ca. 591 Mio. errechnet. Weiterhin weist die Antragsgegnerin zurecht darauf hin, dass bei den Rügen der Antragsteller der aus dem unverschuldeten Beta und dem verschuldeten Beta errechnete Prozentsatz von 13,6 % die Steuerkomponente nicht berücksichtigt habe. Unter Berücksichtigung dieses Umstandes ergebe sich vielmehr ein Verschuldungsgrad von 19,1 %. Die Kammer hat in diesem Zusammenhang keine Anhaltspunkte, dass bei der Errechnung der Verschul-

dungsquote eine Berechnung zum Nachteil der Aktionäre erfolgt war.

- l) Zu den Rügen des sog. eingeschwungenen Zustandes im letzten Planjahr zum Übergang in die ewige Rente hat der Bewertungsgutachter ausführlich und nachvollziehbar seine Untersuchungen und Ermittlungen dargelegt: In einem ersten Schritt zur Bestimmung der sog. nachhaltigen Marge wurde eine konjunkturzyklusübergreifende EBITDA-MARGE vor Forschungs- und Entwicklungsaufwand zwischen den Jahren 2009 und 2014 von ca. 20 % abgeleitet unter Berücksichtigung wirtschaftlicher Hoch- wie auch Rezessionsphasen. In einem zweiten Schritt unterstellte der Bewertungsgutachter eine nachhaltig zu erwartende Forschungs- und Entwicklungsquote von 4 %. Diese liege unterhalb der Forschungs- und Entwicklungsaufwandsquote der Historie und des Detailplanungszeitraums. Damit werde dem Umstand Rechnung getragen, dass eine weitere Geschäftsausweitung im eingeschwungenen Zustand nicht notwendig ist. Weiterhin wurde in diesem Zusammenhang eine langfristig zu erwartende Reinvestitionsrate auf Basis von Einschätzungen des Managements und eigener Analysen in einer Bandbreite von 4 % bis 5 % angesetzt. Dies ergebe eine zyklusübergreifende nachhaltige EBIT-MARGE w/o Finanzergebnis in Höhe von 11 % bis 12 %. In einem dritten Schritt leitete der Bewertungsgutachter das Umsatzniveau der ewigen Rente ab auf der Grundlage der von der Gesellschaft für das letzte Detailplanungsjahr 2014 geplanten Umsatzerlöse zzgl. eines Wachstums in Höhe des Wachstumsabschlags von 1 %.

Der sachverständige Prüfer billigte und erläuterte bei seiner Anhörung diese Vorgehensweise des Bewertungsgutachter als eine sehr gute gewissenhafte und nachvollziehbare Art und Weise der Ableitung des nachhaltigen Ertragsniveaus.

2.

Die Einwände der Antragsteller gegen die Höhe und des Ansatzes des Kapitalisierungszinssatzes und seiner Faktoren, wie Basiszins, Risikoprämie, Betafaktor nebst Zusammensetzung der sog. Peer-Group und des Wachstumsabschlags sind nicht berechtigt.

Basiszins:

Der angesetzte Basiszins vor Steuer mit 2,25 % (gerundet) ist nicht zu beanstanden. Der Basiszins als Ausgangsgröße für die zu bestimmende Rendite einer Alternativenanlage entspricht dem

landesüblichen Zinssatz für eine quasi-risikofreie Anlage und wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet. Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen, laufzeitkonstanten Basiszinssatzes entspricht anerkannter und gebräuchlicher Methode der Unternehmensbewertung. Vorliegend wurde der Basiszins nach der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen war es ebenfalls sachgerecht, nicht ausschließlich die stichtagsbezogenen Zerobond-Zinssätze zu verwenden, sondern auf Durchschnittswerte abzielen. Hierbei hat der Bewertungsgutachter in nicht zu beanstandender Weise den Basiszins für einen Dreimonatszeitraum bis Ende August 2012 berechnet, wobei auch die Rundung auf 0,25 Prozentpunkte anerkannter Bewertungsmethodik (Empfehlung des FAUB) entspricht.

Risikozuschlag:

Zur Herstellung der Risikoäquivalenz sind Korrekturen des Basiszinssatzes erforderlich, um dem Umstand gerecht zu werden, dass Unternehmensbeteiligungen im Vergleich zu öffentlichen Anleihen ein höheres Risiko aufweisen, dagegen aber höheren Inflationsschutz bieten. Der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer haben bei der Ermittlung des Risikozuschlages das in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte gebräuchliche TAX-CAPM-Modell zugrunde gelegt, wonach sich der Risikozuschlag aus den Komponenten Marktrisikoprämie und Betafaktor zusammensetzt. Auch diese Vorgehensweise ist taugliche Schätzgrundlage für die gerichtliche Überprüfung der Unternehmensbewertung.

In nicht zu beanstandender Weise haben der sachverständige Prüfer und der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie nach Steuern auf 5,5 % festgesetzt. Diese Größe bewegt sich in der vom FAUB weiterhin für sachgerecht angemessenen Bandbreite von 5 % bis 6 % nach persönlicher Steuer.

Betafaktor

Nach dem TAX-CAPM-Modell kommt dem sog. Betafaktor die Funktion zu, im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlages das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens abzubilden. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Markt-Portfolio verhält. Vorliegend haben die Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer zurecht bei der Ermittlung des Betafaktors sich nicht nach dem Kurs der

Aktie der Gesellschaft gerichtet. Im Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot der Antragsgegnerin gem. § 35 WpÜG zeigte sich um den 07.03.2011 eine Entkoppelung der Aktienentwicklung der Tognum AG und des C-DAX. Während dieser seit diesem Zeitpunkt starken Schwankungen unterlegen ist, so der Bewertungsgutachter, hat der Börsenkurs der Tognum AG eine weitgehend losgelöste, lineare Entwicklung aufgewiesen. Dies bestätigte der sachverständige Prüfer bei der mündlichen Anhörung. Er führte aus, dass ab dem Übernahmeangebot im März 2011 der Kurs der Tognum-Aktie auf ca. 26 € angestiegen war und dieser Wert "dann wie ein Brett auf gleichem Niveau blieb". Demgegenüber schwankten die Werte der anderen Aktien im C-Dax erheblich. Ab März 2011, so der sachverständige Prüfer könne man daraus ersehen, dass die Entwicklung der Tognum-Aktie von dem übrigen Marktgeschehen entkoppelt war. Das führe rein rechnerisch dazu, dass es kaum noch messbare Schwankungen gab und dass der Beta-Faktor rein rechnerisch gegen Null geht. Die statistische Güte einer solchen Messung sei deshalb typischerweise sehr gering. Aus ökonomischer Sicht könne deshalb ein unternehmenseigenes Beta für die Unternehmenswertschätzung nicht herangezogen werden. Dies bestätigten auch die in diesem Zusammenhang unternehmensbewertungsüblichen Untersuchungen des sog. Bestimmtheitsmaßes nur in Höhe von 0,095 sowie des sog. T-Tests, der einen Wert von 0,964 ergab, auf deren Grundlage jedoch eine sinnvolle Messung des systematischen Risikos der Tognum AG nicht möglich war.

Der Bewertungsgutachter hat daher in anerkannter Vorgehensweise in einem solchen Fall eine sog. Peer-Group herangezogen mit insgesamt sechs nationalen und internationalen Unternehmen, die hinsichtlich Branche, Produkten und Leistungen sowie Marktstrukturen mit der Tognum AG vergleichbar waren. Hierbei ist insbesondere die Heranziehung auch ausländischer Unternehmen in der Bewertungsmethodik allgemein anerkannt. Die Bandbreite des unverschuldeten Betas dieser Unternehmen lag zwischen 0,88 (Minimum) und 1,6 (Maximum). Der vom Bewertungsgutachter angesetzte und vom sachverständigen Prüfer in gleicher Höhe ermittelte unverschuldete Betafaktor von 1,1 ist deshalb nicht zu beanstanden.

Wachstumsabschlag

Rügen gegen die Höhe des angesetzten Wachstumsabschlags von 1,0 % greifen nicht Platz. Der Wachstumsabschlag ist nicht zwingend mindestens in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate anzusetzen, denn er bezweckt keinen Inflationsausgleich an sich. Bei seiner Ermittlung werden die spezifischen Verhältnisse der Branche und der Tognum AG zugrunde gelegt. Dies war hier der Fall. Der Bewertungsgutachter leitete den Wachstumsabschlag aus der unternehmensspezi-

fischen Preissteigerungsrate ab, wobei sowohl erwartete Kostensteigerungen als auch nachhaltig erwartete Effizienzsteigerungen berücksichtigt wurden. Dazuhin wurde beachtet, dass Untersuchungen des Gewinnwachstum westdeutscher Industrieunternehmen, unabhängig von Konjunkturzyklen, ein solches von 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsraten ergaben. Ein Wachstumsabschlag von 1 % ist nach den Darlegungen des sachverständigen Prüfers insbesondere vor dem Hintergrund der langfristig zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung so wie der Marktposition der Tognum AG angemessen. Auch das Gericht erachtet den vorliegenden Wachstumsabschlag, der sich mit 1 % im Bereich einer Bandbreite von 0 % bis 2 % bewegt, als taugliche Grundlage für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes.

3.

Einwendungen wegen nicht hinreichender Beachtung von Sonderwerten greifen nicht Platz. Der Bewertungsgutachter hat in korrekter Weise insbesondere, soweit Bewertungsrügen der Antragsteller vorlagen, auch den geplanten Verkauf der Anteile der Gesellschaft an der IFA-Rotorion Holding GmbH als Sonderwert angesetzt. An diesem Unternehmen besaß die Gesellschaft per 31.12.2011 direkt 18,7 % und indirekt über die MTU Friedrichshafen GmbH weitere 6,3 %. Nach einem Kaufvertrag vom 05.04.2012 wurde zum 31.05.2012 der Anteil von 6,3 % der MTU Friedrichshafen und eine Teiltranche von 2,64 % eigenen Anteils der Gesellschaft für 12,43 Mio € verkauft. Die verbleibende Tranche wurde - nach dem Stichtag - am 31. Dezember 2013 für 16,0 Mio. € veräußert. Kaufpreiserhöhend wurden die Verzinsungen bis zum Tag der Fälligkeit des Kaufpreises berücksichtigt. Ebenso erfolgte eine stichtagsbezogene Abzinsung. Diese Vorgehensweise ist bewertungstechnisch korrekt.

Auch Einwendungen gegen den Wertansatz eines Oldtimers Maybach von 0,3 Mio. € begegnet bei dem Gericht keine Bedenken. Dieses Fahrzeug hat lediglich einen 6-Zylindermotor, nicht einem 12-Zylindermotor. Nachfragen des sachverständigen Prüfers bei der Versicherung nach dem Versicherungswert ergaben den oben genannten Wertansatz. Da ein Verkauf dieses Fahrzeugs nicht beabsichtigt ist, ist diese Wertermittlungsvorgehensweise korrekt.

4. Börsenkurs

Eine Anpassung des Börsenkurses, der im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe des ge-

planten Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (hier 19.06.2012) grundsätzlich zu ermitteln war und bei 26,46 € ermittelt wurde, lag zum einen über dem vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert von 25,46 € je Aktie. Eine Hochrechnung dieses Börsenkurses im Hinblick auf einen sog. "längeren Zeitraum" bis zur Hauptversammlung ist nicht erforderlich. Ein solcher wird in der Regel erst angenommen ab einem Zeitraum von mehr als sechs Monaten. Hier verstrich lediglich ein Zeitraum von knapp fünf Monaten. Zudem war dieser Zeitraum für eine gründliche Vorbereitung der Hauptversammlung erforderlich.

5.

Rügen gegen die Anwendung von sog. Multiplikatoren greifen nicht Platz. Diese dienen lediglich der Überprüfung des aufgrund einer fundamentalanalytischen Bewertungsmethode gefundenen Unternehmenswerts.

6.

Den Anträgen von Antragstellern bei der mündlichen Anhörung auf Beiziehung und Vorlegung von weiteren Unterlagen, nämlich die Beiziehung der Akte des WpÜG-Verfahrens des Landgerichts Frankfurt am Main im Hinblick auf eine dort evtl. enthaltene sog. "Evolution Security" wird nicht stattgegeben. Es ist weder vorgetragen noch ersichtlich, dass sich eine solche eventuell in diesen Akten befindliche gutachterliche Stellungnahme auf den vorliegenden allein entscheidenden Zeitpunkt der Hauptversammlung der Tognum AG am 15.11.2012 bezog.

Im Übrigen bleiben bei der Ermittlung des Unternehmenswerts grundsätzlich (Vor)erwerbspreise, die die Gesellschaft bei anderen Gelegenheiten bezahlt hat, unberücksichtigt. Gleiches gilt für zwischenstaatliche Investitionsschutzverträge.

Die Kostenregelung ergibt sich aus § 15 SpruchG. Es ist nicht veranlasst, abweichend von den gesetzlichen Regelungen den Antragstellern aus Billigkeitsgründen die Gerichtskosten aufzuerlegen und Kostenerstattungen anzuordnen. Dies gilt auch, soweit Anträge als unzulässig zu verwerfen waren, denn gesonderte Kosten sind dadurch nicht verursacht worden.

Der Geschäftswert ist nach § 74 GNotKG auf den Mindestwert von 200.000,00 € festzusetzen.

Rechtsmittelbelehrungen

Gegen diesen Beschluss kann das Rechtsmittel der Beschwerde (§ 12 Abs. 1 SpruchG) eingelegt werden. Die Beschwerde muss binnen einer Frist von einem Monat (§ 63 Abs. 1 FamFG) eingelegt werden. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses (§ 63 Abs. 3 FamFG).

Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart einzulegen (§ 64 Abs. 1 Satz 1 FamFG). Die Einlegung der Beschwerde bei dem Oberlandesgericht als Beschwerdegericht wahrt diese Frist nur, wenn die Beschwerde innerhalb der Frist noch an das Landgericht gelangt.

Die Beschwerde kann nur durch eine Beschwerdeschrift eingelegt werden, die durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet sein muss (§ 12 Abs. 1 Satz 2 SpruchG). Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird (§ 64 Abs. 2 Satz 2 FamFG). Eine Begründung soll vorgelegt werden (§ 65 Abs. 1 FamFG). Die Begründung ist wegen der Abhilfeentscheidung nach § 68 Abs. 1 FamFG beim Landgericht Stuttgart einzureichen.

Geschäftswertfestsetzung

Die Festsetzung des Geschäftswerts kann mit der Beschwerde nach § 83 Abs. 1 GNotKG bis sechs Monate nach Rechtskraft angefochten werden, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 200,00 € übersteigt oder das Gericht sie zugelassen hat. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart einzulegen. Der Mitwirkung eines Rechtsanwalts bedarf es nicht.