



REPUBLIK ÖSTERREICH
LANDESGERICHT KREMS AN DER DONAU

10 Fr 183-16p - 247

FN 445283d

(Bitte in allen Eingaben anführen)

Josef Wichner Straße 2
3500 Krems an der Donau

Tel.: +43 2732 809 393140

In der Rechtssache der nachfolgend genannten Parteien wird im Rahmen der verbundenen
Verfahren

Wegen:
Überprüfung des Umtauschverhältnisses

durch das Landesgericht Krems an der Donau als Firmenbuchgericht folgender Beschluss gefasst:

I. Die von der Antragsgegnerin angebotene Barabfindung in Höhe von Euro 5,80 je Aktie ist **nicht angemessen.**

II Die Barabfindung wird gemäß § 2 Abs. 1 GesAusG mit **Euro 7,88** je Aktie zuzüglich **Zinsen von zwei Prozentpunkten jährlich über dem jeweils geltenden Basiszinssatz** ab dem der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung folgenden Tag, sohin ab dem 21.11.2015 bis zur Fälligkeit, festgesetzt.

II. Die **Kosten des Verfahrens**, einschließlich der Kosten der gemeinsamen Vertreterin, sind **von der Antragsgegnerin zu tragen.** Die konkrete Kostenbestimmung bleibt gemäß § 78 Abs. 2 AußStrG der Rechtskraft dieser Entscheidung vorbehalten.

Begründung:

I. Ausgangslage

Die Antragsgegnerin und Hauptaktionärin der BEKO Holding AG beschloss in der Hauptversammlung der BEKO vom **20.11.2015** den Ausschluss der antragstellenden Minderheitsaktionäre gemäß §§ 1 ff GesAusG. In der Äußerung vom 29.04.2016 ersuchte die Antragsgegnerin, dem Antrag nicht Folge zu geben (ON 16). wurde zur gemeinsamen Vertreterin bestellt (ON 17). Der Akt wurde in der Folge mit weiteren Anträgen bzw. Verfahren verbunden (ON 23).

Das **Umtauschverhältnis** wurde durch den gemeinsamen Bericht des Vorstands der BEKO und der Antragsgegnerin vom 16.10.2010 mit **€ 5,80** festgelegt. Die Festlegung des Wertes erfolgte auf Basis einer Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin durch den Wirtschaftsprüfer und Steuerberater zum Stichtag **30.04.2018** vom 28.09.2015 (im Folgenden „Gutachten“).

Dieser Bericht und insbesondere die Höhe des Umtauschverhältnisses wurde von der als Prüfer iSd § 3 Abs 2 GesAusG **überprüft und** mit Bericht vom 19.10.2015 **bestätigt**. Der Gesellschafterausschluss wurde sodann am **23.12.2015 ins Firmenbuch eingetragen**.

Vor dem Bewertungsstichtag wurden vom Vorstand der BEKO Gutachten über den Unternehmenswert der BEKO zu unterschiedlichen Zwecken beauftragt. Darüber hinaus wurde die im gemeinsamen Bericht von Vorstand und Hauptgesellschafterin der BEKO HOLDING AG anlässlich des Gesellschafterausschlusses vorgenommene Bewertung als Grundlage der Festlegung der Barabfindung gemäß § 3 Abs 2 GesAusG überprüft.

Der erste Antrag eines Minderheitsaktionärs datiert mit **07.01.2016** und stammt von und Kritisiert wurde bereits im Antrag die Planrechnung, der Risikozuschlag, die Marktrisikoprämie, der Beta-Faktor, die Nichtberücksichtigung eines Wachstumsabschlages sowie die Bewertung der All for One Steeb AG (ON 1). Begehrt wurde die **gerichtliche Überprüfung des Umtauschverhältnisses** gemäß § 5 GesAusG iVm §§ 225c ff AktG. Es folgten weitere Anträge, die anschließend verbunden wurden. Als führender Akt gilt das Verfahren 10 Fr 183/16p. Das Landesgericht Krems erteilte dem **Gremium zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses** (ON 26) gemäß § 225g Abs 1 AktG den Auftrag zur Erstellung eines Gutachtens (im Folgenden „Gremialgutachten“) über die Höhe des Umtauschverhältnisses. Das Gremium beauftragte Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, als Sachverständigen iSd § 225g Abs 6 AktG mit der Erstattung von Befund und Gutachten zur **angemessenen Höhe des Umtauschverhältnisses** und der zu leistenden Barabfindung.

Der vom Gremium bestellte **Sachverständige** kam in seinem Gutachten zunächst zum Ergebnis, dass ein Umtauschwert von € 5,80 zu gering und ein Wert von € **7,05** als angemessen anzusehen sei.

Die Berechnungen des Sachverständigen wurden auf Grundlage der Vorgaben des Fachgutachtens KFS/BW1 für die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unter Anwendung eines DCF-Verfahrens in Form des Equity Approach als Bewertungsverfahren durchgeführt.

In der Verhandlung vom **19.04.2018** kam es vor dem Gremium zu Vergleichsgesprächen. Erörtert wurde eine, dem Gutachten des Sachverständigen entsprechende, Zuzahlung iHv Euro 1,25 je Aktie zuzüglich Zinsen. Ebenso wurde eine Kostentragungsregel besprochen. Wegen fortgeschrittener Zeit kam es **zu keiner Finalisierung des Vergleichs**. Der Vertreter der Antragsgegnerin übernahm die schriftliche Ausarbeitung eines Vergleichsvorschlages. Am 31.07.2018 wurde ein, vom Verhandlungsergebnis abweichender Vergleichsvorschlag seitens des Antragsgegnerversetzters mit Verweis auf ein Schreiben der Antragsgegnerin vom 26.07.2018 übermittelt, worin diese den Auftrag erteilte, die Zuzahlung nicht zu akzeptieren. **Ein verbindlicher Vergleich wurde nicht abgeschlossen.**

Die Antragsgegnerin erstattete weiteres Vorbringen gegen das Sachverständigengutachten und bemängelte darin die zugrunde gelegte(n) Planungsrechnungen, Bewertungsmethoden, den Kapitalisierungszinssatz sowie den Wert des seitens der BEKO gehaltenen Aktienpakets an der All for One Steeb AG und sonstiger Finanzanlagen.

Das Gremium erstattete sein **Gremialgutachten vom 24.04.2019**, worin es sich bereits mit dem neuen Vorbringen der Antragsgegnerin und dem Sachverständigengutachten auseinandersetzte. Das Gremium würdigte insbesondere die vom Gutachten abweichenden Ergebnisse des Sachverständigengutachtens. **Das Gremialgutachten kam zum Ergebnis, dass ein Umtauschverhältnis von € 7,05 je Aktie als angemessen anzusehen sei** und begründete die Abweichungen vom Gutachten auf Basis des Sachverständigengutachtens wie folgt:

Zunächst wurde darauf hingewiesen, dass der Sachverständige - im Gegensatz zum Gutachten das auf einer zum Bewertungsstichtag 20.11.2015 **bereits überholten Planungsrechnung** aus Juni 2015 basierte - die **Planungsrechnung** für die Geschäftsjahre **2015/16 bis 2017/18**, die im Oktober 2015 und damit in unmittelbarer Nähe zum Bewertungsstichtag aufgestellt worden waren, als Grundlage für die Bewertung des operativen Geschäfts heran. Daraufhin wurde der **Wert des operativen Geschäfts** der „BEKO“ im Rahmen einer Konzernbewertung unter Anwendung des Equity Approachs der DCF-Verfahren mit insgesamt **EUR 22,9 Mio geschätzt**.

Als Basis der Bewertung der BEKO wurde sowohl im Sachverständigengutachten als auch im Gremialgutachten auf die **Erwartungshaltung zum Bewertungsstichtag**, gem § 2 Abs 1 GesAusG **daher auf den Tag des Hauptversammlungsbeschlusses 20.11.2015, abgestellt.**

Auf die wirtschaftliche Entwicklung der BEKO nach dem Bewertungsstichtag wurde nicht mehr Bedacht genommen (vgl *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung² §2 GesAusG Rz 17). Im Gremialgutachten wurde darauf hingewiesen, dass generell eine pessimistische Schätzung vorgenommen und den strategischen Defiziten durch ein Abschmelzen der EBIT-Marge während des Grobplanungszeitraums von 4,8% auf das historische Durchschnittsniveau von 3,1% Rechnung getragen wurde.

I. 1. Gutachten vom 28.9.2015

Am 28.9.2015 hat der allgemein beeidete und gerichtlich zertifizierte **Sachverständige** im Auftrag der BEKO HOLDING AG ein Gutachten über den Unternehmenswert der BEKO Holding AG zum Bewertungsstichtag 30.04.2015 erstattet. Der Bewertungsanlass lag in der geplanten Umwandlung der BEKO HOLDING AG in eine Kommanditgesellschaft. Im Rahmen dieser Bewertung wurde der Unternehmenswert der BEKO HOLDING AG mit ca. Euro 54,5 Mio ermittelt.

Die Bewertung erfolgte formal als Sum-of-the-parts-Bewertung, indem in einem ersten Schritt die einzelnen Konzernunternehmen und in einem zweiten Schritt das Vermögen der BEKO Holding AG bewertet wurden, bevor eine **Zusammenführung** der Werte auf Ebene der Holding durchgeführt wurde.

Die Bewertung des operativen Vermögens erfolgte anhand des Equity-Ansatzes der DCF-Verfahren. Zur Ableitung der Flows to Equity im Sinne von Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber wurden Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften der BEKO-Gruppe für die Wirtschaftsjahre 2014/15 bis 2016/17 zu Grunde gelegt, die im Juni 2015 erstellt worden waren.

Nach dem dreijährigen Detailplanungszeitraum wurde unter der Annahme des Vorliegens eines eingeschwungenen Zustands des Unternehmens für die Rentenphase eine **jährliche Ausschüttung in Höhe der für das letzte Planjahr (2016/17) unterstellt**. Nach den Ausführungen im Gutachten wurde dabei eine „nachhaltige Ausschüttungsquote von 100% vom geplanten Jahresüberschuss für das Geschäftsjahr 2016/17 angenommen“. Als Begründung wird darauf verwiesen, dass sich die BEKO wegen ihrer wesentlichen Bedeutung in ihrem Geschäftsbereich in der Zukunft widerstandsfähig gegen den Abbau von Überrenditen zeigen werde. In der Rentenphase wurde allerdings kein Wachstum der Flows to Equity angenommen.

Die Eigenkapitalkosten wurden grundsätzlich auf Basis des CAPM ermittelt. Der **Basiszins** wurde in Höhe der aus der Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen abgeleiteten Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren zum Bewertungsstichtag 30.04.2015 **mit 0,96% festgelegt.**

Der **Beta-Faktor** in Höhe von **1,21** wurde als **Durchschnittswert** aus acht unterschiedlichen Branchen-Betas ermittelt, wobei auf die öffentlich zugänglichen Datensätze von mit Stand Jänner 2015 zurückgegriffen wurde. Es wurden Beta-Faktoren für das verschuldete Unternehmen (levered betas) herangezogen. Das **Unlevering und Relevering** dieser Beta-Faktoren zur **Anpassung an den Verschuldungsgrad** der BEKO wurde jedoch **nicht durchgeführt.**

Die **Marktrisikoprämie** wurde für die zu bewertenden österreichischen Unternehmen mit **7,0%** am oberen Ende des von der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung der KWT empfohlenen Korridors festgelegt. Bei der Bewertung der tschechischen und der ungarischen Tochtergesellschaft wurde eine um pauschal **3,0% erhöhte Marktrisikoprämie von 10,0% angesetzt.**

Auf dieser Grundlage wurden **Eigenkapitalkosten von 9,43%** (österreichische Konzernunternehmen) bzw. **13,06%** (ungarisches und tschechisches Konzernunternehmen) errechnet.

Auf Ebene der BEKO HOLDING AG und der BEKO Engineering und Informatik AG wurden Teile des Vermögens **als nicht betriebsnotwendig eingestuft und einer gesonderten Bewertung, insbesondere unter Heranziehung von Börsenkursen, unterzogen.** Für die als langfristiges Finanzvermögen eingestufteten börsennotierten Aktien wurde der **3-Monats-Durchschnittskurs vor dem Bewertungsstichtag 30.04.2015 herangezogen**, der etwa für die **All for One Steeb AG EUR 41,27 je Aktie betrug.** Für die Fondsanteile im Anlagevermögen sowie für die im Umlaufvermögen gehaltenen Aktien wurde hingegen der **Stichtags-Börsenkurs zum 30.4.2015 herangezogen.** Etwaige Ertragsteuerbelastungen aus der fingierten Veräußerung dieses Vermögens wurden nicht berücksichtigt.

I. 2. Prüfbericht vom 19.10.2015

Am **19.10.2015** hat

ihren Bericht als Prüfer gemäß § 3 Abs 2 GesAusG erstattet. Darin wurde die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung in Höhe von EUR 5,80 je Aktie auf Basis eines Unternehmenswerts der BEKO HOLDING AG von rd. EUR 59,7 Mio als angemessen erachtet.

Der Unternehmenswert von ca. Euro 59,7 Mio. wurde im gemeinsamen Bericht des Vorstands und der Hauptgesellschafterin ermittelt, indem der Unternehmenswert laut Gutachten (ca. Euro 54,5 Mio.) um eine Aufwertung des Beteiligungsvermögens der BEKO HOLDING AG um rd. Euro 5,2 Mio. erhöht wurde. Die Aufwertung resultierte dabei aus einer Neubewertung der börsennotierten strategischen Beteiligungen der BEKO mit dem durchschnittlichen Börsenkurs eines Zeitraums von sechs Monaten (15.4.2015 – 15.10.2015) in Anlehnung an § 26 Abs 1 ÜbG.

I. 3. Bewertung OCEAN Advisory vom 31.10.2014

Bereits am 31.10.2014 hat die OCEAN Advisory GmbH, Wien, im Auftrag der BEKO HOLDING AG eine Bewertung der Konzernunternehmen

- o BEKO E&I,
- o BEKO CZ und
- o BEKO HU

zum **30.09.2014** (unter Heranziehung von Aktienkursen und Schätzungen per 21.10.2014) vorgenommen.

Die Bewertung erfolgte mit Hilfe eines DCF-Verfahrens (Entity Approach mit Free Cash Flows), wobei die Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten (WACC) unter der Annahme reiner Eigenfinanzierung durchgeführt wurde. Der Bewertung wurden Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften für die Wirtschaftsjahre 2014/15 bis 2016/17 zu Grunde gelegt.

Der errechnete DCF-Wert wurde mit Hilfe von Multiplikatoren im Rahmen einer Peer-Group-Analyse auf Plausibilität untersucht.

Auf dieser Grundlage wurden Unternehmenswerte (Equity Values) für die BEKO E&I in Höhe von ca. Euro 27,4 Mio., für die BEKO CZ in Höhe von ca. Euro 6,2 Mio. und für die BEKO HU in Höhe von ca. Euro 4,9 Mio. ermittelt. Daraus ergab sich somit ein Wert der operativen Gesellschaften (ohne Holding) in Höhe von insgesamt ca. 38,5 Mio. Euro.

I. 4. Zur BEKO Holding AG

Die BEKO Holding AG war zum Bewertungsstichtag eine börsennotierte Aktiengesellschaft österreichischen Rechts mit Sitz in Weinzierl am Walde, Österreich. Beim Landesgericht Krems war die AG unter der Firmenbuchnummer 123357 h registriert. Die AG verfügte über **vier 100%ige Tochterunternehmen** mit Sitzen in Österreich, Ungarn und Tschechien. Daneben besaß die AG diverse nichtkonsolidierte Minderheitsbeteiligungen an

börsennotierten Technologie-Unternehmen. Gegenstand der Gesellschaft war die Ausübung der Funktion einer Holdinggesellschaft. Ihr oblag die Leitung einer international tätigen Gruppe von Unternehmen, deren Geschäftsaktivitäten sich im Wesentlichen auf die Bereiche Engineering und IT bezogen.

Die im Streubesitz befindlichen Aktien notierten **am Bewertungsstichtag** im Amtlichen Handel, Marktsegment m:access, an der Börse München unter der ISIN AT 0000 A0ZHT2. Am Bewertungsstichtag wurde das Delisting von der Börse München beschlossen. Das **Grundkapital** betrug zum Bewertungsstichtag **22.585.935,79 EUR** und war in **10.284.190 nennwertlose Stückaktien** zerlegt, von denen jede am Grundkapital im gleichen Umfang beteiligt war. Die Aktien lauteten auf Namen. Jede Stückaktie gewährte das Recht auf eine Stimme. Der Vorstand bestand zum Bewertungsstichtag aus zwei jeweils alleinvertretungsberechtigten Mitgliedern, Mit Ausnahme der beiden Vorstandsmitglieder beschäftigte die AG zum Bewertungsstichtag keine weiteren Arbeitnehmer.

Die AG war zum Bewertungsstichtag im Ausmaß von 100% an den österreichischen Gesellschaften BEKO Engineering & Informatik GmbH und BEKO Solutions GmbH sowie an der ungarischen BEKO Engineering Kft beteiligt. Daneben hielt die AG eine direkte Kommanditbeteiligung an der österreichischen BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG im Ausmaß von 10%. Die übrigen 90% der Anteile wurden mittelbar über die BEKO Solutions GmbH gehalten. Einziger Komplementär der BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG war die BEKO Engineering & Informatik GmbH, die als reine Arbeitsgesellschafterin tätig war. Über die BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG hielt die Holding mittelbar eine Beteiligung im Ausmaß von 100% an der tschechischen BEKO Engineering spol s.r.o. Zum Bewertungsstichtag befanden sich rd. **97,7% der Anteile** an der AG im Besitz der (vormals). **Die übrigen rd. 2,3% der Anteile wurden durch Minderheitsaktionäre gehalten.** Gegründet wurde die AG im Jahr 1991. **Im Jahr 1999 ging die AG an die Börse.** Die Notierung erfolgte erstmalig am 14.06.1999 am Neuen Markt in Frankfurt. Im Jahr 2004 wurde die BEKO Engineering & Informatik AG gegründet. Die BEKO-Gründer und deren Familien sowie stockten im Rahmen der Spaltung ihre Anteile an der BEKO Holding AG auf 92,46% auf.

Im Juni 2015 wurde die Umwandlung der BEKO Engineering & Informatik AG in die BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG zum Umwandlungsstichtag 30.09.2014 beschlossen. Nach Eintragung der Umwandlung in das Firmenbuch veräußerte die BEKO Holding AG im September 2015 einen 90%igen Kommanditanteil an der BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG an die BEKO Solutions GmbH um einen Kaufpreis von ca. 22,0

Mio. Euro und blieb selbst mit einem Kommanditanteil von 10% an der BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG beteiligt. **Am 05.10.2015 erfolgt die öffentliche Bekanntgabe des geplanten Gesellschafterausschlusses bei der BEKO Holding AG.** Die BEKO Engineering & Informatik GmbH wurde anlässlich der errichtenden Umwandlung der BEKO Engineering & Informatik AG gegründet und zum 09.06.2015 erstkonsolidiert. **Der am 20.11.2015 beschlossene Gesellschafterausschluss wurde am 23.12.2015 in das Firmenbuch eingetragen.**

Mit Beschluss der Hauptversammlung vom 23.12.2015 wurde die BEKO Holding AG als übertragende Gesellschaft errichtend in die BEKO HOLDING GmbH & Co KG (FN 445283 d) als übernehmende Gesellschaft zum Stichtag 30.09.2015 umgewandelt. Die übertragende BEKO HOLDING AG wurde per 31.12.2015 aus dem Firmenbuch gelöscht. Als persönlich haftende Gesellschafterin der BEKO HOLDING GmbH & Co KG fungiert die am 10.12.2015 neu gegründete BEKO HOLDING GmbH (FN 444563 w). Alleinige Kommanditistin ist die mit einer Haftsumme von 1 Mio. EUR.

Die BEKO HOLDING AG („BEKO“) war zum Bewertungsstichtag eine österreichische, an der Münchner Börse notierte Managementholding mit Sitz in Nöhagen, die neben der Leitung operativer Tochterunternehmen in zahlreiche Beteiligungen im Technologie-Umfeld investierte. Zum Bewertungsstichtag lag der Schwerpunkt der Konzerngesellschaften in der Erbringung von branchenfokussierten Technologiedienstleistungen sowie der Entwicklung von Detail- und Gesamtlösungen für Kundenprojekte.

Der Aufgabenbereich der Holding umfasste in erster Linie die strategische Ausrichtung des Konzerns sowie das Management des Beteiligungsportfolios auf Basis von langfristigen Zielen. Mit Ausnahme der beiden in der Gesellschaft beschäftigten Vorstandsmitglieder wurden alle erforderlichen Ressourcen von Konzernunternehmen oder Dritten zugekauft. Die Holding erzielte Umsätze ausschließlich aus konzerninternen Verrechnungen, die aus Management Services sowie Marken- und Lizenzgebühren resultierten.

Im Bereich Anlagenbau umfasste das Produkt-Portfolio der BEKO vor allem die Planung von Neuanlagen sowie die Optimierung, den Umbau und die Erweiterung bestehender Anlagen für Industriekunden. Eine besondere Schlüsselkompetenz stellte die detaillierte Planung von Rohrleitungen für komplexe Produktionsanlagen dar. Im Bereich Maschinenbau wurden sämtliche Leistungen, die im Zusammenhang mit der Produktentwicklung stehen, angeboten. Diese erstreckten sich u.a. vom Design über die Prototypentwicklung bis hin zur Detailkonstruktion und Visualisierung. In der Produktkategorie Elektrotechnik wurden vor allem die elektrotechnische Beratung, Planung, Abwicklung und Dokumentation für Maschinen, Anlagen, Fertigungslinien und für die Infrastruktur in Gebäuden, Industrieanlagen oder Kraftwerksbauten vertrieben. Das Portfolio umfasste im Besonderen Hardwareplanung,

Montageplanung, Beleuchtungsplanung, Brandmeldeanlagen sowie die Erstellung von Prozessgrafiken.

Zum Bewertungsstichtag entfiel ein erheblicher Anteil des Konzernvermögens auf Finanzvermögen. Das Portfolio umfasste 20 börsennotierte Titel sowie Anteile an vier nicht börsennotierten Unternehmen. Es entfiel überwiegend auf österreichische und deutsche Unternehmen, die in IT-nahen Bereichen tätig waren. Insgesamt betrug der Buchwert des Finanzanlagevermögens in der Konzernbilanz zum 30.09.2015 ca. 38.035 TEUR. Allein die Beteiligung an der All for One Steeb AG im Ausmaß von 576.742 Stück Aktien (11,58% der ausgegebenen Anteile) wies zum 30.09.2015 einen Buchwert von 31.144 TEUR auf.

Die Bilanzstruktur des BEKO-Konzerns war zum 30.09.2015 durch eine hohe **Anlagenintensität** geprägt. Das langfristige Vermögen bestand allerdings zum überwiegenden Teil aus Finanzvermögen. Die wesentlichsten Positionen des kurzfristigen Vermögens waren Lieferforderungen (ca. 11 Mio. Euro per 30.09.2015) und Zahlungsmittel (ca. 8,2 Mio. Euro per 30.09.2015). Die langfristigen Verbindlichkeiten des Konzerns bestanden per 30.09.2015 primär in Abfertigungs- und Pensionsrückstellungen in Höhe von ca. 4,3 Mio. Euro. Daneben waren die kurzfristigen Verbindlichkeiten überwiegend auf Verpflichtungen gegenüber Dienstnehmern in Höhe von ca. 5,1 Mio. Euro, sonstige Verbindlichkeiten in Höhe von ca. 3,5 Mio. Euro und Lieferverbindlichkeiten in Höhe von ca. 1,9 Mio. Euro per 30.09.2015 zurückzuführen.

Die Erwartungen hinsichtlich der weiteren Wirtschaftsentwicklung der europäischen Länder waren zum Bewertungsstichtag vorsichtig positiv. Langfristig wurde zum Bewertungsstichtag für die Weltwirtschaft ein jährliches Wachstum von 3,5% (bis 2040) erwartet, das jedoch insbesondere aus weniger hoch entwickelten Regionen stammen sollte (4,5% Wachstum p.a. für Nicht-OECD-Mitglieder). Für Mitglieder der OECD wurde ein jährliches reales Wirtschaftswachstum in Höhe von durchschnittlich 1,9% prognostiziert. Das Tätigkeitsfeld der BEKO umfasste zum Bewertungsstichtag zahlreiche **Leistungskategorien**, die der **IT-Branche** zuzuordnen sind.

I. 5. VERGANGENHEITSANALYSE

Die Position Firmenwerte und immateriellen Vermögensgegenstände entfiel im überwiegenden Ausmaß auf einen Firmenwert bei der BEKO Engineering & Informatik GmbH & Co KG (2.802 TEUR per 30.09.2015). Das Sachanlagevermögen blieb im Betrachtungszeitraum annähernd konstant und entfiel im Wesentlichen auf Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung (1.068 TEUR per 30.09.2015) und auf Grundstücke (188 TEUR per

30.09.2015). Die größte Vermögensposition des BEKO-Konzerns entfiel auf **Beteiligungen und sonstige Finanzanlagen**, die im Betrachtungszeitraum aufgrund erheblicher Zuschreibungen stark anstieg (TEUR 39.623 per 30.09.2015). Diese Zuschreibungen zogen ein signifikantes Wachstum der Bilanzsumme im Betrachtungszeitraum nach sich.

Die von der BEKO gehaltenen Anteile an der **All for One Steeb AG** stellten per 30.09.2015 mit einem Buchwert von 31.144.000,- Euro die bei Weitem bedeutsamste Position des Finanzvermögens dar.

Während die Umsätze in den Geschäftsjahren 2013/14 und 2014/15 um 2,1% bzw. 2,6% anstiegen, konnte die EBIT-Marge im Betrachtungszeitraum von ca. 2,8% auf rd. 3,3% verbessert werden.

Die Tätigkeit der BEKO HOLDING AG beschränkte sich im Betrachtungszeitraum auf die Leitung der konzernverbundenen Unternehmen sowie auf die Verwaltung des Finanzvermögens. Die Umsatzerlöse beinhalten im Wesentlichen Entgelte für Management Services sowie Marke- und Lizenzgebühren. Die Differenz zwischen dem EBIT und dem Ergebnis vor Steuern resultiert aus einem hohen Finanzergebnis, welches auf die Beteiligungserträge aus den verbundenen Unternehmen zurückzuführen ist.

Die Umsätze der BEKO E&I waren über den gesamten Betrachtungszeitraum leicht rückläufig. Mit dieser Entwicklung ging zunächst auch ein Rückgang der EBIT-Marge im Geschäftsjahr 2013/14 einher, der jedoch im Folgejahr wieder aufgeholt werden konnte.

Die wirtschaftliche Entwicklung der BEKO CZ war im Betrachtungszeitraum von einem deutlich ansteigenden Umsatzwachstum geprägt, wobei die EBIT-Marge im selben Zeitraum relativ konstant blieb.

Die BEKO HU verzeichnete im Geschäftsjahr 2013/14 ein hohes Umsatzwachstum, welches im Folgejahr jedoch wieder zurückging. Die EBIT-Marge konnte im Betrachtungszeitraum von 8,3% in 2012/13 deutlich auf 14,7% in 2014/15 verbessert werden.

Die BEKO Solutions GmbH war im Betrachtungszeitraum nicht operativ tätig. Der Anstieg der Bilanzsumme im Geschäftsjahr 2014/15 resultierte aus der im Abtretungsvertrag vom 28.9.2015 geregelten Übertragung von 90% der Kommanditanteile an der BEKO E&I durch die BEKO Holding AG um einen Kaufpreis von 22.039 TEUR.

Nach dem Fachgutachten KFS/BW1 Tz 24 sind alle für die Wertermittlung beachtlichen Informationen, die zum Bewertungsstichtag bei angemessener Sorgfalt hätten erlangt werden können, zu berücksichtigen. Daher wird auf die Geschäftsentwicklung in den Monaten Oktober bis November 2015 besonders beschrieben.

Die Umsatzerlöse der **BEKO E&I** lagen von Oktober bis November 2015 bei 7.579 TEUR und damit um ca. 420 TEUR (5,9%) über Budget. Das EBITDA lag um ca. 40 TEUR (18,3%) bzw. das EBIT um ca. 42 TEUR (26,9%) über den Planwerten.

Bei der **BEKO CZ** betragen die kumulierten Umsatzerlöse für Oktober und November 2015 45.820 TCZK (ca. 1,7 Mio. EUR), was einer von Überschreitung der geplanten Werte von 6.046 TCZK (15,2%) entsprach. Die positive Entwicklung der Umsatzerlöse und unerwartet niedrige Personalaufwendungen sowie sonstige betriebliche Aufwendungen führten dazu, dass das EBITDA um 1.052 TCZK (20,9%) bzw. das EBIT um 1.001 TCZK (21,7%) über den geplanten Werten zu liegen kamen.

Die **BEKO HU** erzielte von Oktober bis November 2015 Umsatzerlöse iHv 344.145 THUF (ca. 1,1 Mio. EUR). Damit lagen diese um 49.952 THUF (17%) über dem Budget. Dieses Ergebnis war auf die überdurchschnittliche Umsatzentwicklung im Bereich „Informatik“ zurückzuführen.

Aufgrund der geringen sonstigen betrieblichen Aufwendungen betrug das EBITDA 78.092 THUF, was einer Zielübererreichung von 33.189 THUF (73,9%) entsprach. Dies führte dazu, dass auch das EBIT um 33.361 THUF (83,2%) über dem Budget lag.

In der Konzern-Erfolgsplanung 2015/16 bis 2017/18 der **BEKO-Gruppe** wurden die **BEKO HOLDING AG** (Muttergesellschaft), die **BEKO E&I**, die **BEKO Engineering & Informatik GmbH**, die **BEKO Solutions GmbH** sowie **BEKO CZ** und **BEKO HU** (jeweils 100%ige Konzerngesellschaften) **vollkonsolidiert**. Die Konzernplanung 2015/16 bis 2017/18 wurde in Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellt. Für das Geschäftsjahr Oktober 2015 bis September 2016 lagen mir Quartals-pläne und für die folgenden Geschäftsjahre Oktober 2016 bis September 2017 sowie Oktober 2017 bis September 2018 jeweils Jahrespläne vor.

Die dem Sachverständigen vorgelegten Plandaten weichen von jenen, die dem Gutachten zu Grunde gelegt wurden, ab. **Das Gutachten baute auf Planungsrechnungen auf, die im Juni 2015 erstellt wurden.** Die dem Sachverständigen vorgelegten Planrechnungen stammen aus Oktober 2015 und reflektieren daher die Erwartungshaltung zum Bewertungsstichtag **20.11.2015 deutlicher.**

Die Plandaten der ausländischen Tochtergesellschaften (**BEKO CZ** und **BEKO HU**) wurden in der jeweiligen lokalen Währung nach den internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) erstellt und im Zuge der Konsolidierung in Euro umgerechnet.

Nach der Erstellung der Planrechnungen auf Ebene der Einzelgesellschaften erfolgte auf Konzernebene die Zusammenführung der Einzelplanungen durch das Konzern-Controlling.

Die geplanten Umsatzerlöse zeigen ein kontinuierliches Wachstum über alle drei Planungsjahre hinweg. Die Wachstumsraten zwischen 2,7% und 4,0% liegen über jenen der Geschäftsjahre 2013/14 sowie 2014/15.

Den größten Beitrag zu den Planumsätzen liefert die BEKO E&I mit jährlich rund 76%. Der Anteil der BEKO E&I an der jährlichen Umsatzsteigerung auf Konzernebene variiert jedoch deutlich und beträgt rund 36% für 2015/16, 73% für 2015/16 sowie 57% für das Planjahr 2017/18. Mit einem Anteil von rund 47% an der konzernweiten Umsatzsteigerung trägt die BEKO HU im Planjahr 2015/16 am meisten bei. In den weiteren Planjahren 2016/17 sowie 2017/18 erbringt dagegen die BEKO CZ mit jeweils rund 19% sowie 31% den deutlich größten Anteil nach der BEKO E&I.

I. 6. ENTWICKLUNG NACH DEM BEWERTUNGSSTICHTAG

Die Umsatzerlöse entwickelten sich in den Geschäftsjahren 2015/16 und 2016/17 im IST in etwa wie in der Konzernplanung angenommen. Die tatsächliche Entwicklung des EBITDA wich hingegen von der geplanten Entwicklung ab. Während die EBITDA-Marge im Geschäftsjahr 2015/16 deutlich über dem Planwert lag, blieb sie im Geschäftsjahr 2016/17 mit 2,5% stark hinter dem geplanten Wert von 5,5% zurück. Letzteres resultierte vor allem aus erhöhten Aufwendungen für Material und sonstige bezogene Leistungen sowie sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Die signifikanten Unterschiede zwischen geplanten und tatsächlichen Werten des EBIT sind teilweise auf Firmenwert-Abschreibungen zurückzuführen, welche sich im Rahmen der Kapitalkonsolidierung nach dem UGB aus aktiven Unterschiedsbeträgen ergeben und im Zuge der Planung nach IFRS nicht zu berücksichtigen waren. Die Höhe dieser Abschreibungen betrug in beiden Geschäftsjahren jeweils 3.638 TEUR. Die um diesen Sachverhalt bereinigten EBIT-Margen betragen 5,0% im Geschäftsjahr 2015/16 bzw. 1,2% im Geschäftsjahr 2016/17.

I. 7. VERMÖGEN DES NICHT OPERATIVEN BEREICHS

Neben den Beteiligungen an verbundenen Unternehmen werden von der BEKO und der BEKO E&I zum Bewertungsstichtag insgesamt 24 Titel im langfristigen und 2 Titel im kurzfristigen Finanzvermögen mit einem IFRS-Buchwert zum 30.09.2015 in Höhe von ca. 38,2 Mio. Euro gehalten. Auskunftsgemäß handelte es sich bei den überwiegend börsennotierten Titeln um Anteile an Hochtechnologie-Unternehmen. Das langfristige Finanzvermögen des nicht operativen Bereichs setzte sich zum 30.09.2015 im Wesentlichen aus wenigen großen Anteilspaketen, insbesondere an

- o **All for One Steeb AG** (rd. 31,1 Mio. EUR Buchwert),
- o Triplan AG (rd. 1,6 Mio. EUR Buchwert),
- o Cenit AG (rd. 1,2 Mio. EUR Buchwert) und
- o KPS AG (rd. 1,0 Mio. EUR Buchwert)

sowie einer Vielzahl weiterer kleinerer Titel (gesamt rd. 2,5 Mio. EUR Buchwert) zusammen. Die Anteile wurden überwiegend an Unternehmen im Bereich IT Software und IT Dienstleistungen mit Sitz in Deutschland, Österreich und den USA gehalten.

■ **Die ca. 11,58%-ige Beteiligung an der deutschen All for One Steeb AG stellte eine internationale Schachtelbeteiligung gemäß § 10 KStG dar.**

■ Der Buchwert der börsennotierten Titel in Höhe von rd. 37 Mio. EUR im IFRS-Konzernabschluss zum 30.09.2015 wurde als **Marktwert** auf Basis des Börsenpreises zum Bilanzstichtag ermittelt. Der Anteil an der All for One Steeb AG wurde daher mit dem **Börsenkurs zum 30.09.2015 in Höhe von EUR 54,00 je Aktie bewertet.**

I. 8. ANALYSE DES BÖRSEKURSVERLAUFES

■ **Am 5.10.2015 wurde die Absicht der Durchführung eines Gesellschafterausschlusses nach dem GesAusG im Rahmen einer anzuberaumenden außerordentlichen Hauptversammlung bekannt gegeben.** Der nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichtete Börsenkurs während der letzten sechs Monate vor Bekanntmachung der Absicht, einen Gesellschafterausschluss durchzuführen, betrug 3,56 Euro je Aktie (Zeitraum vom 05.04.2015 bis 04.10.2015). Der volumengewichtete Börsenkurs während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Absicht, einen Gesellschafterausschluss durchzuführen, betrug 3,53 Euro je Aktie (Zeitraum vom 05.07.2015 bis 04.10.2015).

■ Im Zeitraum zwischen der Ankündigung des Squeeze-Out und dem Tag der Hauptversammlung am 20.11.2015 bewegte sich der Aktienkurs in einer Bandbreite von **4,499 Euro und 6,400 Euro.**

■ **Am 20.11.2015 wurde der Gesellschafterausschluss von der Hauptversammlung beschlossen.** Die Höhe der Barabfindung wurde mit **5,80 EUR je Aktie festgelegt.** Der Tagesschlusskurs am 20.11.2015 lag bei 6,253 Euro je Aktie.

II. Aufgrund der vom Sachverständigen getätigten Ausführungen und der im Rahmen der Tagsatzungen erfolgten Erörterung können folgende Feststellungen getroffen werden:

II. 1. Allgemeine Feststellungen

Neben den aus dem Gutachten des Sachverständigen festgehaltenen Analysen kann folgender weiterer für die Entscheidung erheblicher Sachverhalt festgestellt werden:

Der Unternehmenswert der BEKO HOLDING AG zum Bewertungsstichtag 20.11.2015 als **objektivierter Unternehmenswert** ist in Übereinstimmung mit den Vorgaben des Fachgutachtens KFS/BW1 sowie unter Bedachtnahme auf rechtliche Vorgaben aus dem konkreten Bewertungsanlass (Überprüfung des Barabfindungsangebots) unter Anwendung eines **DCF-Verfahrens** abzuleiten. **Als adäquates DCF-Verfahren kann der Equity Approach auf Basis von Flows to Equity (FTE) herangezogen werden.**

Bei Anwendung des Equity-Ansatzes der DCF-Verfahren bestimmt sich der Unternehmenswert grundsätzlich als **Barwert** der den **Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse** (Flows to Equity bzw FTE). Im Rahmen der Ermittlung der Flows to Equity (FTE) werden sämtliche Zahlungsströme an bzw. von Fremdkapitalgebern (Kreditaufnahmen und -tilgungen, Zinszahlungen) sowie die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Unternehmenssteuerbelastung berücksichtigt. Der Equity Approach weist als Nettoverfahren eine hohe Transparenz auf, da die geplanten Veränderungen des Bestandes an verzinslichem Fremdkapital unmittelbar aus der Cash-flow-Prognose ersichtlich sind.

Bei Anwendung des **Equity Approach** werden die zu erwartenden Zahlungen an die Eigenkapitalgeber (FTE) mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber (sog. „Eigenkapitalkosten“) für das verschuldete Unternehmen diskontiert. **Schwankungen des Verschuldungsgrades auf Marktwertbasis wird durch eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten Rechnung getragen.** Daraus resultiert eine periodenspezifische Ermittlung des Diskontierungssatzes.

Der Unternehmenswert kann dabei nach dem Equity-Ansatz als **Marktwert des Eigenkapitals** (sog. „Equity Value“) grundsätzlich als **Summe des Barwerts** der FTE, die aus der Fortführung des Unternehmens erzielt werden können und des Werts **des nicht betriebsnotwendigen Vermögens** bestimmt.

Dem **nicht betriebsnotwendigen Vermögens** kommt im vorliegenden Fall **hohe Bedeutung** zu. Der Barwert der FTE, die aus der Fortführung des Unternehmens erzielt werden können, repräsentiert den Wert des betriebsnotwendigen (operativen) Vermögens. Die zu erwartenden FTE werden daher aus den Plandaten für den operativen Bereich abgeleitet. Im Rahmen der Ermittlung des Barwerts der FTE sind einzelne, im Folgenden noch näher zu erläuternde Sachverhalte aus bewertungstechnischen Gründen nicht in die Cash-flow-Planung einbezogen, sondern einer separaten Bewertung unterzogen und als „**Sonderwert**“ im Rahmen der Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals berücksichtigt.

Da es sich beim Bewertungsobjekt um einen **Konzern** handelt, der mit unterschiedlichen Konzernunternehmen und in verschiedenen Geschäftsfeldern tätig ist, stellt sich die Frage, welche Aggregationsebene für die Bewertung am besten geeignet ist. Dabei kommen grundsätzlich folgende Vorgehensweisen in Frage:

- **Konzernbewertung:** Dabei wird der Konzern als Einheit auf Basis einer konsolidierten Planungsrechnung und für den gesamten Konzern gültigen Kapitalkosten bewertet.
- **Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP-Bewertung):** Dabei werden die einzelnen Teile des Konzerns (z.B. die Konzernunternehmen oder die Segmente) gesondert bewertet. Der Wert des Gesamtkonzerns wird dann durch Addition der Einzelwerte ermittelt.

Aus theoretischer Sicht führt die bloße Aufteilung eines bewertungsrelevanten Zahlungsstroms auf zwei oder mehrere Bewertungseinheiten aufgrund des sog. Wertadditivitätstheorems zu keiner Veränderung des Gesamtwerts. In der praktischen Umsetzung gestaltet sich aber eine derartige Aufteilung des Gesamtertrags auf einzelne Konzernteile umso schwieriger, je stärker die Konzernteile wirtschaftlich miteinander verwoben sind und je höhere Verbundeffekte aus dem Zusammenwirken der einzelnen Konzernteile resultieren.

Aus diesem Grund hängt die Eignung der Methoden entscheidend vom Integrationsgrad der Konzernunternehmen innerhalb des Gesamtkonzerns ab. Aufgrund des hohen Integrationsgrades des BEKO-Konzerns und der vergleichbaren Erfolgs- und Risikostruktur der einzelnen Segmente ist es im vorliegenden Fall angemessen, dass eine **Konzernbewertung vorgenommen wird**. Auf dieser Grundlage ist zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung der BEKO-Konzern als Einheit auf Basis einer konsolidierten Planungsrechnung und unter Heranziehung von für den gesamten Konzern gültigen Kapitalkosten bewertet.

II. 2. Zur Frage der GESONDERTEN BEWERTUNG DES NICHT BETRIEBSNOTWENDIGEN VERMÖGENS

Das Bewertungsobjekt verfügt über umfangreiche Vermögenswerte, die **mit dem operativen Betrieb in keinem funktionalen Zusammenhang stehen**. Auf der Grundlage einer funktionalen Abgrenzung sind diese Vermögenswerte dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen. Die Zuordnung basiert grundsätzlich auf der Annahme, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen zum Bewertungsstichtag frei veräußert werden könnte, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt würde, und dass der Betrieb des Unternehmens trotz Wegfalls der betreffenden Vermögenswerte ohne Einschränkung fortgeführt werden könnte.

Auf Basis der Ergebnisse der vom Sachverständigen vorgenommenen Befundaufnahme sind neben weiteren Vermögenswerten auch die **Anteile an der All for One Steeb AG** als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu qualifizieren.

Im Konzernabschluss zum 30.09.2015 weist die BEKO liquide Mittel in Höhe von TEUR 8.232 aus. **Ein Großteil davon ist als überschüssige Liquidität (Excess Cash) als nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren**. Die von der Unternehmensleitung vertretene Ansicht, die gesamten liquiden Mittel seien als betriebsnotwendige „Reserveliquidität“ anzusehen, damit im Bedarfsfall keine Abhängigkeit von den Banken bestehe und allfällige Geschäftschancen (wie z.B. eine Beteiligungsmöglichkeit) kurzfristig wahrgenommen werden könnten, bildet keine ausreichende Grundlage für die Zuordnung des gesamten Liquiditätsbestandes zum betriebsnotwendigen Vermögen. Auch aus den vorgelegten Mittelfristplanungen lassen sich keine Anhaltspunkte für eine Verwendung des Liquiditätsbestandes im Detailplanungszeitraum ableiten. Der Umfang der betriebsnotwendigen Liquidität ist daher im Schätzungswege auf Basis einer Umsatzquote von ca. 2,0% mit Euro 1,2 Mio. zu bestimmen. Diese Vorgangsweise steht im Einklang mit dem Schrifttum, in dem als Richtschnur Umsatzquoten von höchstens 2,0% bzw. in einer Bandbreite von 0,5% bis 3,0% angegeben werden. Folglich ist der Bestand an überschüssiger Liquidität (Excess Cash) zum 30.09.2015 mit 7.032.000,-- Euro angesetzt.

Die Zuordnung der börsennotierten Aktien, der nicht börsennotierten Fondsanteile und des unbebauten Grundstücks zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen steht im Einklang mit der Vorgehensweise im Gutachten. Ohne ausdrückliche Qualifikation als nicht betriebsnotwendiges Vermögen wurden dort auch die nicht börsennotierten Unternehmensanteile einer gesonderten Bewertung unterzogen und deren Wert zu den geschätzten (positiven) Ertragswerten der operativen Konzernunternehmen und dem (negativen) Ertragswert der Holdingaktivitäten addiert.

Die Qualifikation der angeführten Vermögenswerte als nicht betriebsnotwendig hat zur Folge, dass sie gesondert vom operativen bzw. betriebsnotwendigen Vermögen bewertet werden.

Nach KFS/BW1 Rz 28 erfolgt die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens grundsätzlich zum **Barwert** der daraus resultierenden **künftigen finanziellen Überschüsse**, somit zum Fortführungswert, wobei der Liquidationswert die Wertuntergrenze bildet. In vergleichbarer Form sieht der Standard IDW S1 in Rz 60 die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zum Liquidationswert vor, wenn dieser den Fortführungswert untersteigt. Nach dem WP-Handbuch 2014 ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen allerdings – wohl aus pragmatischen Gründen – grundsätzlich mit dem Liquidationswert – und nur ausnahmsweise mit dem höheren Fortführungswert – zu bewerten.

Im vorliegenden Fall liegen Grundlagen für die **Ermittlung von Fortführungswerten** für das nicht betriebsnotwendige Vermögen nur in eingeschränktem Umfang vor. Aus diesem Grund ist als Bewertungsmaßstab **auf den Liquidationswert abzustellen**, d.h. auf jenen Wert, der sich bei einer – zeitnah zum Bewertungsstichtag – unterstellten Veräußerung des betreffenden Vermögenswerts voraussichtlich ergeben würde. Auf dieser Grundlage ergeben sich im Rahmen einer Schätzung Liquidationswerte im Sinne von Einzelveräußerungspreisen für das gesamte nicht betriebsnotwendige Vermögen, wobei auf die konkrete Bewertung des **Aktienpakets der All4One an gesonderter Stelle eingegangen wird. Für dieses Aktienpaket, das mit großem Abstand den wertmäßig wesentlichsten Vermögenswert darstellt, ist eine konkrete Untersuchung zur Frage der Bewertung unter Ansatz eines (durchschnittlichen) Börsenkurses erforderlich. Aufgrund der Größe des Aktienpakets (rd. 11,58%) ist die Annahme einer Veräußerung über die Börse problematisch, da dies im Hinblick auf die relativ geringe Liquidität der Aktie voraussichtlich zu erheblichen negativen Kursbeeinflussungen führen würde.**

Genauso wird im konkreten Verfahren auch festzustellen sein, welcher Wert sich bei einer stichtagsbezogenen Bewertung des Aktienpakets der All4One ergibt. Die unterschiedlichen Bewertungen sollen es ermöglichen, im Rahmen der rechtlichen Beurteilung die im Einzelfall konkrete Art der Berechnung zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung zu ermitteln.

II. 3. PLAUSIBILITÄT DER UNTERNEHMENSPLANUNG

Zur Beurteilung der formellen Plausibilität ist eine Analyse der Dokumentation und des Erstellungsprozesses der Planung vorzunehmen. Die rechnerische Nachvollziehbarkeit und Richtigkeit der von der BEKO vorgelegten Konzernerfolgsplanung vom Oktober 2015 für die Geschäftsjahre 2015/16 bis 2017/18 im Bereich der operativen Erfolgsplanung ist grundsätzlich gegeben. Für die Überleitung der Planansätze von UGB auf IFRS liegen jedoch keine näheren Erläuterungen vor. Die im Rahmen der Erfolgskonsolidierung durchgeführte Eliminierung von konzerninternen Erträgen und Aufwendungen ist mangels Detailunterlagen nur eingeschränkt nachvollziehbar. Eine konsolidierte Vermögens- und Finanzplanung für den BEKO-Konzern liegt nicht vor. Aus diesem Grund entspricht die vorgelegte Konzernmittelfristplanung nicht den methodischen Anforderungen einer integrierten Planungsrechnung. Für die einzelnen Konzernunternehmen liegen Mittelfristplanungen für die Geschäftsjahre 2015/16 bis 2017/18 vor, die neben einer Erfolgsplanung auch eine vollständige Vermögens- und Finanzplanung enthalten und den methodischen Anforderungen einer integrierten Planungsrechnung entsprechen. Die Mittelfristplanungen für die einzelnen Konzernunternehmen sind rechnerisch nachvollziehbar und richtig. Die operative Erfolgsplanung ist größtenteils nachvollziehbar und plausibel. **Aufgrund der gesonderten Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist das Finanzergebnis um jene Finanzerträge zu bereinigen, die dem nicht betriebsnotwendigen Finanzvermögen zuzuordnen sind.** Insgesamt setzt sich das adaptierte Finanzergebnis des betriebsnotwendigen Vermögens daher nur aus den Erträgen der Wertpapiere zur Deckung der Pensionsrückstellungen (angenommen in Höhe der Erträge des Geschäftsjahres 2014/15), den erwarteten Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit den Sozialkapitalrückstellungen sowie den übrigen Zinserträgen und -aufwendungen zusammen.

Die Umwandlung der BEKO Holding in eine Kommanditgesellschaft war zum Bewertungsstichtag für einen Zeitpunkt unmittelbar nach der Umsetzung des Gesellschafterausschlusses geplant. Aus ertragsteuerlicher Sicht führte sie zu Nachteilen auf Ebene der BEKO Solutions aufgrund der weiterhin anfallenden KöSt-Belastung (trotz Firmenwertabschreibungen) und zu Vorteilen auf Ebene der Gesellschafter der BEKO Holding KG aus der Möglichkeit der Verwertung der steuerlichen Verlustvorträge. **Da im vorliegenden Fall die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre vorzunehmen ist, ist die Berücksichtigung einer geplanten und eingeleiteten Maßnahme problematisch, die den Gesellschafterausschluss selbst voraussetzt und die zu Steuernachteilen auf Unternehmensebene zugunsten der Hauptgesellschafterin führt.** Im Rahmen der adaptierten Steuerplanung ist daher zu

unterstellen, dass die **Gruppenbildung** mit der BEKO Holding als Gruppenträger und der BEKO Solutions als Gruppenmitglied bis zum Ende des Geschäftsjahres 2015/16 erfolgt, **sodass der steuerliche Verlustausgleich im Inland ab diesem Geschäftsjahr möglich ist.**

Die KöSt-Ersparnis aus der steuerliche Firmenwertabschreibung aus der in der Befundaufnahme beschriebenen konzerninternen Veräußerung des 90%igen Kommanditanteils an der BEKO E&I KG an die BEKO Solutions zum Ende des Geschäftsjahres 2014/15 ist für die **Detailplanungsphase in der adaptierten Steuerplanung zu berücksichtigen und in die Ermittlung der FTE für den Detailplanungszeitraum einzubeziehen.** Da diese Firmenwertabschreibung erst im Geschäftsjahr 2029/30 ausläuft, wird die daraus resultierende Steuerersparnis nach dem Ende des Detailplanungszeitraum aus bewertungstechnischen Gründen nicht in die FTE-Planung einbezogen, sondern einer separaten Bewertung unterzogen und als „**Sonderwert Firmenwertabschreibung**“ im Rahmen der Ermittlung des **Marktwerts des Eigenkapitals** berücksichtigt.

Bei der Berechnung dieses Sonderwerts ist vereinfachend von einer vollständigen Verwertbarkeit der steuerlichen Firmenwertabschreibungen auszugehen, obwohl die auf Grundlage der adaptierten Planung zu erwartenden inländischen steuerlichen Gewinne dafür nicht gänzlich ausreichen. Im Gegenzug ist vereinfachend auf eine gesonderte Bewertung der potenziellen KöSt-Ersparnisse aus den steuerlichen Verlustvorträgen der BEKO Holding zu verzichten, da nach der adaptierten Planung erst in ferner Zukunft mit deren Verwertung zu rechnen wäre.

Nach KFS/BW1 Rz 61 ist die Detailplanungsphase um eine Grobplanungsphase zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint. Es ist im vorliegenden Fall davon auszugehen, dass die EBIT-Margen der BEKO aufgrund des Konkurrenzdrucks, strategischer Defizite und nicht vollständig auf Kunden überwälzbarer Kostensteigerungen nach Ablauf der Detailplanungsphase wieder zurückgehen werden. Diese Einschätzung basiert auf den Ergebnissen der SWOT-Analyse und den im Expertengespräch seitens der Unternehmensleitung abgegebenen Einschätzungen. Aufgrund des zu erwartenden steigenden Konkurrenzdrucks ist zu unterstellen, dass das Wachstum der Umsatzerlöse in der Grobplanungsphase 2,0% p.a. beträgt und damit etwas unter dem Niveau der Vorjahre liegen wird.

Da das Ausmaß des zu erwartenden Margenrückgangs seitens der Unternehmensleitung nicht konkreter quantifiziert wird, ist auf Basis der Ergebnisse der Befundaufnahme die pauschale Annahme zu treffen, dass die EBIT-Marge **innerhalb des dreijährigen Grobplanungszeitraums gleichmäßig auf ein dann nachhaltiges, in der anschließenden Rentenphase konstant bleibendes Niveau absinken wird**. Dabei ist zu unterstellen, dass die die EBIT-Marge in der Grobplanungsphase wieder auf den Mittelwert der historischen (bereinigten) EBIT-Margen der Geschäftsjahre 2012/13 bis 2014/15 **absinken wird**. Ausgehend von der für das Geschäftsjahr 2017/18 geplanten EBIT-Marge von 4,8% kommt es dadurch während der Grobplanungsphase zu einem Rückgang auf eine nachhaltige EBIT-Marge von 3,1%. In diesem Zusammenhang ist festzuhalten, dass die historische EBIT-Marge der BEKO E&I um etwa 1,5% über dem Median der EBIT-Margen der österreichischen Vergleichsunternehmen lag.

Für die an die Grobplanungsphase anschließende Zeit ist vereinfachend anzunehmen, dass sich das **Unternehmen in einem Gleichgewichts- bzw. Beharrungszustand befindet**. Unter der Annahme einer unendlichen Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens ist daher für die an die Grobplanungsphase anschließende Rentenphase vereinfachend zu unterstellen, dass die Umsatzerlöse mit einer konstanten Wachstumsrate wachsen und die EBIT-Marge im Zeitablauf konstant bleibt. Auf dieser Grundlage wird für die Rentenphase ein sog. Terminal Value in Form des Barwerts einer ewigen Rente geschätzt wird.

Nach KFS/BW1 Rz 115 ist im konkreten Bewertungsfall zu beurteilen, inwieweit in der Rentenphase auf der Grundlage der getroffenen Annahmen über das Ausschüttungsverhalten und das Rentabilitätsniveau ein nachhaltiges Wachstum der den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse angenommen werden kann. Wird dies bejaht, ist diesem Umstand durch den **Abzug der Wachstumsrate vom Diskontierungssatz in der Rentenphase zu berücksichtigen (sog. Wachstumsabschlag)**. Die weitere Abzinsung des Rentenbarwerts auf den Bewertungsstichtag hat hingegen mit dem Diskontierungssatz vor Abzug der Wachstumsrate zu erfolgen.

Bei Anwendung von DCF-Verfahren wird die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber auf Grundlage kapitalmarkttheoretischer Modelle aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Allgemein üblich ist dabei die Heranziehung des Capital Asset Pricing Modells (CAPM). Dem wird auch hier gefolgt. Zur Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber wird daher im Folgenden ein risikoloser Zinssatz (Basiszinssatz) um einen auf Grundlage des CAPM geschätzten marktorientierten Risikozuschlag erhöht. **Diese Vorgangsweise entspricht dem am 26.03.2014 verabschiedeten Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW1.**

II. 4. Unternehmensindividueller Betafaktor

Im vorliegenden Fall sind auch die Begriffe **Basiszinsfuß** und der **Risikoprämie** von Bedeutung. Dabei wird auch auf die Frage der Berücksichtigung sog. **Länderrisiken** eingegangen. In weiterer Folge werden die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern und die Auswirkungen aus einem erwarteten Wachstum der finanziellen Überschüsse erörtert.

II. 4.a) ZUM BASISZINS

Der Basiszinssatz entspricht der Rendite einer **sicheren (risikolosen) Veranlagung am Kapitalmarkt zum Bewertungsstichtag**.

Aus theoretischer Sicht müsste die alternative Veranlagung am Kapitalmarkt die gleiche Zahlungs- bzw. Laufzeitstruktur wie die aus dem Unternehmen zu erwartenden Cash-flows aufweisen, damit Vergleichbarkeit gegeben ist. Auf dem Kapitalmarkt werden jedoch in der Regel keine einzelnen Anlagen existieren, die den erwarteten Zahlungsstrom aus dem Unternehmen exakt kopieren. Denkbar ist jedoch, diesen Zahlungsstrom durch eine Kombination mehrerer Veranlagungen, z.B. mit Hilfe von Null-Coupon-Anleihen, herzustellen. Dieses Konzept führt im Ergebnis zur Bestimmung von laufzeitabhängigen, marktziensorientierten Basiszinssätzen in Form der **Spot Rates**.

Nach dem Fachgutachten KFS/BW1 **ist der Basiszins aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten**.

Die Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ des Fachsenats für Betriebswirtschaft der KWT hat am 18.11.2006 empfohlen, im Fall unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens den Basiszins aus der mit Hilfe des **Svensson-Verfahrens** geschätzten Zinsstrukturkurve aus Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland unter Verwendung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten abzuleiten. Wird für das zu bewertende Unternehmen eine unbegrenzte Lebensdauer angenommen, stellt die Heranziehung der zum Bewertungsstichtag gültigen Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren als im Zeitablauf konstanten Basiszinsfuß nach Ansicht der Arbeitsgruppe bei einem entsprechenden Verlauf der Zinsstrukturkurve eine zulässige Näherung dar.

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft der KWT hat aufgrund der Beratungen in der Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ am 28.11.2017 eine neue Empfehlung zur Bestimmung des **Basiszinses und der Marktrisikoprämie** verabschiedet (KFS/BW1 E 7). Diese Empfehlung gilt ab 01.01.2018, eine vorzeitige Anwendung wird empfohlen. In der neuen Empfehlung wird bei unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens die vereinfachte Heranziehung der (aus der Zinsstruktur deutscher Staatsanleihen abgeleiteten) Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren als Näherung für einen einheitlichen,

im Zeitablauf konstanten Basiszinseszinses als weiterhin zulässig erachtet.

Für die vorliegende Bewertung ist es angezeigt, gemäß den zitierten Empfehlungen die **Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren als im Zeitablauf konstanten Basiszinsfuß heranzuziehen**. Unter Verwendung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten errechnet sich auf dieser Grundlage ein **Basiszins zum 20.11.2015 in Höhe von 1,37%**.

II. 4.b) ZUR MARKTRISIKOPRÄMIE

Die Marktrisikoprämie entschädigt für das allgemeine, unternehmerische Risiko (systematisches Risiko). Sie wird als Differenz zwischen der Rendite des gesamten Markt-Portefeuille und der risikolosen Verzinsung ermittelt.

Zum Bewertungsstichtag empfahl die Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ des Fachsenates für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, für den österreichischen Kapitalmarkt von einer Marktrisikoprämie (vor persönlichen Ertragsteuern) in Höhe von **5,5% bis 7,0%** auszugehen.

Grundsätzlich kann die Marktrisikoprämie entweder vergangenheitsorientiert aus historischen Kapitalmarktdaten oder zukunftsorientiert, insbesondere durch Schätzung sogenannter impliziter Eigenkapitalkosten, abgeleitet werden. Da nach dem **CAPM** grundsätzlich die erwarteten Kapitalkosten zu schätzen sind, wird die in der Bewertungspraxis bislang vorherrschende vergangenheitsorientierte Ableitung der Kapitalmarktdaten zunehmend wegen der fehlenden Zukunftsbezogenheit kritisiert.

Die vergangenheitsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie erscheint vor allem dann inkonsistent, wenn sie im Rahmen der Schätzung der Eigenkapitalkosten mit einem zukunftsorientiert ermittelten Basiszins - insbesondere durch dessen Ableitung aus der Zinsstrukturkurve deutscher Bundesanleihen zum Bewertungsstichtag – kombiniert wird. Darüber hinaus bestehen insoweit Inkonsistenzen, als in die Ermittlung historischer Marktrisikoprämien die risikolose Verzinsung von Staatsanleihen über einen längeren Vergangenheitszeitraum einfließt, während der Basiszins nach der Svensson-Methode zukunftsorientiert aus der Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag abgeleitet wird.

Die aufgezeigten Inkonsistenzen haben sich durch starken Rückgang der Renditen deutscher Bundesanleihen – und damit des **zukunftsorientiert ermittelten Basiszinssatzes** – im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 und der Staatsschuldenkrise verschärft.

Als Reaktion auf stark gesunkene Basiszinsen hat die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung die empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie bereits im Oktober 2012 auf **5,5% bis 7,0%** und damit auf ein Niveau angehoben, das über den Werten liegt, die für den österreichischen oder deutschen Kapitalmarkt aus historische Durchschnittswerten abgeleitet werden können.

Vor dem Hintergrund dieser Diskrepanz hat der Fachsenat für Betriebswirtschaft der KWT aufgrund der Beratungen in der Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ am 28.11.2017 eine neue Empfehlung zur Bestimmung des Basiszinsses und der Marktrisikoprämie verabschiedet (KFS/BW1 E 7). Nach KFS/BW1 E 7 Rz 4 ist die **Marktrisikoprämie zukunftsorientiert als erwartete Marktrisikoprämie zu bestimmen**, wobei Anhaltspunkte dafür aus impliziten Markttrenditen bzw. impliziten Markttrenditen gewonnen werden können. Nach KFS/BW1 E 7 Rz 5 ist es sachgerecht, sich bei der Festlegung der erwarteten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) an einer **Bandbreite für die erwartete Markttrendite von 7,5% bis 9,0%** zu orientieren.

Im Hinblick auf das zum Bewertungsstichtag als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise bereits erheblich gesunkene Niveau des Basiszinssatzes ist es vor diesem Hintergrund in Übereinstimmung mit dem im Gutachten für Österreich gewählten Ansatz als sachgerecht, **der Bewertung zum Stichtag 20.11.2015 eine Marktrisikoprämie am oberen Rand dieser Bandbreite, somit in Höhe von 7,0% zugrunde zu legen**. Damit sollen Verzerrungen hintangehalten werden, die sich aus dem Umstand ergeben können, dass ein stichtagsbezogener, zukunftsorientiert ermittelter Basiszinssatz mit einer Marktrisikoprämie verknüpft wird, die als langfristiger Durchschnittswert aus historischen Daten abgeleitet wird.

Überträgt man die Grundsätze der aktuellen Empfehlung KFS/BW1 E 7 auf die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag, ergibt sich aus der **Addition des Basiszinssatzes in Höhe von 1,37% und der Marktrisikoprämie in Höhe von 7,0% eine unterstellte Markttrendite in Höhe von 8,37%**, die in etwa in der Mitte der empfohlenen Bandbreite für die Markttrendite liegt.

Nach den auf der Website marktrisikoprämie.de veröffentlichten Daten belief sich die implizite Markttrendite für den österreichischen Kapitalmarkt im **November 2015 auf 8,24%**. Durch Abzug des Basiszinssatzes von 1,37% errechnet sich auf dieser Grundlage eine implizite Marktrisikoprämie von **6,87%**, die in etwa dem gewählten Ansatz von 7,0% entspricht.

II. 4.c) ZUM BETA-FAKTOR

Der **Beta-Faktor spiegelt das Risiko eines voll diversifizierten Anlegers bei Investition in ein bestimmtes Unternehmen (unternehmensspezifisches Beta) wider.** Ein Beta-Faktor größer als 1 bedeutet, dass die Einzelrendite des Unternehmens stärker schwankt als die Marktrendite. **Je höher der Beta-Faktor ist, desto höher ist daher das Risiko des Kapitalgebers.**

Das durch Beta-Faktoren gemessene systematische Risiko kann in ein Geschäftsrisiko (Investitionsrisiko, Business-Risk), das durch das sog. „Operating Beta“ ausgedrückt wird, und in ein Kapitalstrukturrisiko (finanzwirtschaftliches Risiko, Financial Risk), das durch das „Financial Beta“ ausgedrückt wird, zerlegt werden. Während das Geschäftsrisiko wesentlich durch die Branche bzw. den Industriezweig, in der das betreffende Unternehmen tätig ist, beeinflusst wird, hängt das Kapitalstrukturrisiko vom Verschuldungsgrad ab.

Die Ableitung von Beta-Faktoren erfolgt in der Bewertungspraxis üblicherweise unter Rückgriff auf historische Kapitalmarktdaten durch eine Regressionsanalyse, in der Zeitreihen über die in der Vergangenheit realisierten Renditen für ein bestimmtes Wertpapier gegen einen Aktienindex regressiert werden. Der Regressionskoeffizient entspricht dabei dem Beta-Faktor.

Die vergangenheitsorientierte Ableitung von Beta-Faktoren steht konzeptionell in Konflikt zur Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung. Eine zukunftsorientierte Ableitung von Betafaktoren wäre zwar mit Hilfe optionspreistheoretischer Modelle denkbar, auf Grund fehlender Marktpreise der relevanten Optionen sowie geringer Fungibilität dieser Finanzinstrumente in der Praxis jedoch nicht viabel. Der herrschenden Auffassung in Theorie und Praxis folgend, kann daher eine Ermittlung des Beta-Faktors anhand historischer Daten (sog. „historisches“ Beta) als sachgerecht angesehen werden. Die implizite Marktrendite wird auf dieser Website als „Implizite Aktienrendite (ICOC)“ bezeichnet. Die dort errechnete implizite Marktrisikoprämie unterscheidet sich von der hier vorgenommenen Berechnung durch eine abweichende Definition des Basiszinssatzes.

Zur Ableitung des Beta-Faktors mittels Regressionsanalyse werden die Renditen des Marktportfolios, repräsentiert durch den Referenzindex (z.B. ATX) und die Renditen der jeweiligen Aktie benötigt. Zusätzlich ist der Zeitraum, für den die Daten zu erheben sind (Referenzzeitraum), festzulegen und zu entscheiden, ob tägliche, wöchentliche oder monatliche Renditen (Renditeintervall) heranzuziehen sind.

Es ist zunächst der historische unternehmensindividuelle Beta-Faktor der BEKO zu ermitteln und seine Aussagekraft zu beurteilen.

Als Referenzindex für die Ermittlung des historischen Beta-Faktors der BEKO wurde der Index aller an der Frankfurter Börse im General Standard und Prime Standard notierten Aktiengesellschaften (CDAX) herangezogen.

Hinsichtlich des Referenzzeitraums und des Referenzintervalls wurden mehrere Erhebungen vorgenommen: Es wurden Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren untersucht, wobei tägliche, wöchentliche und jährliche Renditeintervalle herangezogen wurden. Abgestellt wurde jeweils auf **Zeiträume bis zum 05.10.2015, dem Tag der Bekanntmachung des beabsichtigten Gesellschafterausschlusses.**

Die erhobenen historischen Beta-Faktoren wurden auf ihre Verlässlichkeit und Signifikanz untersucht. Die Verlässlichkeit der Beta-Schätzung wurde dabei mit Hilfe des Bestimmtheitsmaßes R^2 überprüft, während die statistische Signifikanz der Regressionskoeffizienten anhand des t-Tests gemessen wurde. Dabei wurden Grenzwerte von 10% (R^2) bzw. ein Konfidenzintervall von 5% (t-Test) verwendet.

Das Ergebnis zeigt, dass mit einer Ausnahme weder von ausreichender Signifikanz noch von Verlässlichkeit der erhobenen Beta-Faktoren ausgegangen werden kann.

Neben diesen Untersuchungshandlungen ist auch die Liquidität der BEKO-Aktie als Kriterium für die Aussagekraft des **unternehmensindividuellen Beta-Faktors** herangezogen. Als Maßgrößen für die Liquidität ist auf das prozentuelle Handelsvolumen, den relativen Bid-Ask-Spread, sowie die Anzahl an Handelstagen einzugehen.

War es bisher schon unbestritten, dass die ausreichende Liquidität einer Aktie Voraussetzung für die Aussagekraft des daraus abgeleiteten Beta-Faktors ist, gab es bis vor wenigen Jahren kaum Urteile oder Literaturbeiträge zur Frage, anhand welcher Schwellenwerte die ausreichende Liquidität einer Aktie zu bejahen ist. In letzter Zeit wurden dazu in Deutschland mehrere Entscheidungen veröffentlicht:

o Handelsvolumen: Im Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, hat das OLG Stuttgart die Liquidität einer Aktie, deren durchschnittliches tägliches Handelsvolumen nur rd. 0,018% des Gesamtaktienbestandes betrug, als unzureichend für die Ableitung eines Betafaktors aus deren historischen Renditen eingestuft.

o Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread): Das LG München befand erst kürzlich, dass die Obergrenze für den Bid-Ask-Spread bei 1,25% liege. Oberhalb dieser Grenze reagiere der Kurs des Unternehmens zu träge auf Kapitalmarktinformationen, da die Transaktionskosten durch den hohen Bid-Ask-Spread zu hoch seien. In diesem Fall kann der Betafaktor nach Ansicht des LG München nicht herangezogen werden. Ähnlich bestehen nach einer ebenfalls aktuellen Entscheidung des OLG Frankfurt bei einer deutlich über 2,0 % liegenden Geld-Brief-

Spanne erhebliche Zweifel an der Liquidität einer Aktie.

Es ist festzuhalten, dass die BEKO-Aktie diese Anforderungen an die Liquidität nicht zu erfüllen vermag. Nach erfolgten Erhebungen betrug das durchschnittliche relative tägliche **Handelsvolumen der BEKO-Aktie im Fünfjahres-Zeitraum von 06.10.2010 bis 05.10.2015 lediglich ca. 0,011%**. Der relative Bid-Ask-Spread lag im selben Zeitraum bei durchschnittlich ca. 3,86%. Auch im Vergleich zu den liquiditätsbezogenen Kennzahlen einer Gruppe an börsennotierten Vergleichsunternehmen ("Peer Group", siehe dazu unten) fällt die Liquidität der Aktie der BEKO Holding AG deutlich ab.

Im Referenzzeitraum wurden die Aktien der Peer Group-Unternehmen durchschnittlich etwa **14-mal häufiger gehandelt als jene der BEKO**. Auch der relative Bid-Ask-Spread der Peer Group-Unternehmen war im Durchschnitt deutlich geringer, was ebenfalls für eine erheblich höhere Liquidität der Aktien der Peer Group-Unternehmen spricht.

Auf Grundlage dieser Erkenntnisse ist daher festzustellen, **dass die BEKO-Aktie als in hohem Maße illiquid einzustufen ist.**

In derartigen Fällen ist davon auszugehen, dass die Güte des Preisfindungsprozesses und die **Aussagekraft der Börsenkurse stark eingeschränkt sind**. Aus diesem Grund ist die BEKO-Aktie als nicht ausreichend liquide zu beurteilen, um daraus einen belastbaren unternehmensindividuellen Beta-Faktor ableiten zu können.

Es ist daher hilfweise auf Beta-Faktoren von **Vergleichsunternehmen im Rahmen einer Peer Group-Analyse zurückzugreifen**. Fraglich ist, welche Vorgehensweise bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen zu wählen ist und welche Parameter im Rahmen der Beta-Erhebung herangezogen werden.

Bei der Auswahl der börsennotierten Vergleichsunternehmen („Peer Group“) wurden im vorliegenden Fall vom Sachverständigen in einem ersten Schritt im Zuge von Datenbankrecherchen, einer allgemeinen Internetrecherche und der Durchsicht des Gerichtsaktes **280 europäische Unternehmen mit einer der BEKO-Gruppe vergleichbaren Branchenzuordnung** identifiziert.

In einem weiteren Schritt wurden diese Unternehmen näher auf ihre Vergleichbarkeit mit BEKO untersucht. Grundsätzlich ist hier auf die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades, der Produktart, die regionale Abdeckung und gegebenenfalls die Unternehmensgröße zu achten. Da ein nach diesen Kriterien vollständig vergleichbares Unternehmen nicht identifiziert werden konnte, wurde lediglich auf die Vergleichskriterien Geschäftsmodell und ausreichende Datenverfügbarkeit abgestellt. Die auf dieser Basis abgeleitete Peer Group umfasst **10 Unternehmen**.

Für die Peer Group Unternehmen wurden Beta-Faktoren auf Basis der nachfolgenden Überlegungen erhoben.

II. 4.d) Referenzindex

Im Idealfall sollte der Referenzindex sämtliche risikobehaftete, mit ihren Marktwerten gewichtete Vermögenswerte enthalten. Da es in der Praxis unmöglich ist, ein solch umfassendes Marktportfolio zu konstruieren, werden für Zwecke der Beta-Schätzung Näherungen verwendet. Als Approximationen fungieren dabei nationale sowie internationale Aktienindizes, wobei in der Praxis häufig der jeweilige nationale Index als Schätzer für das Marktportfolio zugrunde gelegt wird. Bei zunehmender Internationalität des Referenzindex sind empirisch sowohl höhere Beta-Werte als auch abnehmende Bestimmtheitsmaße beobachtbar.

Im konkreten Fall wurde als Referenzindex der jeweils breiteste nationale Index der Vergleichsunternehmen herangezogen.

II. 4.e) Referenzzeitraum und Renditeintervall

Als Referenzzeitraum zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Beta-Faktors der BEKO wurde ein **Zeitraum von fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag 20.11.2015 festgelegt**. Damit der sog. Intervalling-Effekt eingedämmt werden kann, wurde auf monatliche Renditen zur Schätzung des Beta-Faktors abgestellt.

Aussagekraft der erhobenen Beta-Faktoren

Analog zur Vorgehensweise bei der Untersuchung des unternehmensindividuellen Beta-Faktors der BEKO wurden auch die erhobenen historischen Beta-Faktoren der Peer Group auf Verlässlichkeit (R^2) und Signifikanz (t-Test) sowie im Hinblick auf die Liquidität der jeweiligen Aktie (Bid-Ask-Spread, Handelsvolumen, Handelstage) untersucht.

Es wurde erhoben, dass sämtliche erhobenen Beta-Faktoren der Peer Group als ausreichend statistisch signifikant und liquide einzustufen sind.

II. 4.f) Unlevering

Die erhobenen Betafaktoren reflektieren neben dem Geschäftsrisiko auch das Kapitalstrukturrisiko und stellen daher sog. levered betas dar. In weiterer Folge wurde daher die enthaltenen Kapitalstruktureffekte im Rahmen des sogenannten „**Unlevering**“ **neutralisiert**, um Kenngrößen für das Geschäftsrisiko der Peer Group-Unternehmen zu erhalten.

Um konsistente Bewertungsergebnisse auch bei Anwendung verschiedener DCF-Verfahren zu gewährleisten, wurde im Rahmen des Unlevering in Anlehnung an Harris/Pringle auf folgende Formel zur Ermittlung des **unlevered beta** zurückgegriffen.

Für die Anwendung der Anpassungsformel nach Harris/Pringle war die Abschätzung des sogenannten Debt Beta (β_{FK}) für die Peer Group-Unternehmen erforderlich. Unter Anwendung des CAPM kann das Debt Beta aus der den Fremdkapitalgebern in Form eines Zinsaufschlages (Credit Spread) gewährten Risikoprämie,

Gemäß der Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der KWT vom 21.05.2015 zur Berücksichtigung eines Debt Beta kann das Debt Beta in bestimmten Fällen vereinfachend mit Null angesetzt werden und damit unberücksichtigt bleiben. Dies ist etwa dann der Fall, wenn der Credit Spread (als Differenz zwischen laufzeitäquivalenten Fremdkapitalzinsen und risikolosem Zinssatz) weniger als 200 Basispunkte beträgt. Wie oben dargestellt lagen die Ratings der Peer Group-Unternehmen jeweils innerhalb des sog. Investment Grade-Bereichs. Statistischen Erhebungen zufolge betragen die historischen Credit Spreads in diesen Ratingklassen zumeist weniger als 200 Basispunkte. Aus diesem Grund habe ich das Debt Beta der Vergleichsunternehmen im Rahmen des Unlevering vereinfachend jeweils mit Null angesetzt.

Auf dieser Basis ist für die Bewertung der BEKO ein Operating Beta von 0,84 zugrunde zu legen, das dem Median der erhobenen unlevered betas der Peer Group entspricht.

Das Operating Beta entspricht dem Beta-Faktor für das unverschuldete Unternehmen und wird im Rahmen des Relevering periodenspezifisch an den Verschuldungsgrad der BEKO angepasst.

Dieser Beta-Faktor wurde aus Börsendaten westeuropäischer Vergleichsunternehmen abgeleitet und reflektiert noch nicht den Umstand, dass ein Teil der Unternehmen der BEKO-Gruppe aufgrund ihrer Tätigkeit in Ungarn bzw. Tschechien erhöhten Risikofaktoren ausgesetzt sind. Auf diesen Umstand ist daher näher einzugehen.

II. 4.g) ZUM LÄNDERRISIKO

Die Berücksichtigung sog. Länderrisiken findet sich in der Praxis vor allem bei der Bewertung von Unternehmungen, die Investitionen in Schwellenländern (Emerging Markets) getätigt haben. In diesem Fall ist das zu bewertende Unternehmen nicht nur Risiken aus seiner Strategie, seiner Marktposition und der Branchendynamik ausgesetzt, wie es auch in entwickelten Ländern (Developed Markets) der Fall wäre, sondern auch zusätzlichen Risiken, die durch eine höhere Volatilität der lokalen Kapitalmärkte sowie durch spezifische

volkswirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen verursacht werden. Länderrisiken beinhalten daher beispielsweise Risiken einer Enteignung, einer massiven Geldentwertung oder des Ausbruches eines Kriegs und sind grundsätzlich in hohem Ausmaß diversifizierbar.

Länderrisiken kann in der Bewertung grundsätzlich durch eine Szenario-Analyse im Rahmen der Cash-Flow-Prognose oder durch einen Zuschlag zum Diskontierungssatz (sog. Country Risk Premium) Rechnung getragen werden. Gegen das Konzept der Berücksichtigung von Länderrisiken als Zuschlag zum Diskontierungssatz (sog. Country Risk Premium) wurden in der deutschsprachigen Literatur erhebliche theoretische Bedenken angemeldet, da es an einer modelltheoretischen Fundierung einer derartigen Vorgangsweise fehle.

Dennoch hat das IDW im Jahr 2012 eine Stellungnahme veröffentlicht, in der die Bedeutung von Länderrisiken in der Unternehmensbewertung grundsätzlich anerkannt wird. Nach Ansicht des IDW ist zwischen originären Länderrisiken, die Verlustrisiken in Bezug auf Forderungen gegen ausländische Staaten betreffen, und derivativen Länderrisiken, die sich mittelbar auf die finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens auswirken können, zu unterscheiden. Laut IDW sind Länderrisiken grundsätzlich über Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtete Szenarien in der Prognose der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Lediglich für den Fall, dass ein Ansatz derivativer Länderrisiken in den prognostizierten finanziellen Überschüssen z.B. aus Praktikabilitäts- oder Komplexitätsgründen unterbleibt, kommt nach Ansicht des IDW alternativ ein korrekterer Ansatz im Nenner des Bewertungskalküls in Form eines zusätzlichen Risikozuschlags in Betracht. Für die Existenz solcher Länderrisiken im konkreten Bewertungsfall können nach Einschätzung des IDW Risikoprämien von Staatsanleihen (d.h. Renditeaufschläge im Vergleich zu (quasi-)sicheren Anlagen) der für das operative Geschäft relevanten Länder Ansatzpunkte geben.

Die BEKO-Gruppe verfügte zum Bewertungsstichtag über Tochterunternehmungen in Tschechien und Ungarn. Die in die Peer Group zur Ermittlung des Beta-Faktors einbezogenen Unternehmen sind insoweit hinsichtlich der regionalen Abdeckung nicht vergleichbar. Der für BEKO erhobene Median der (unlevered) Beta-Faktoren der Peer Group Unternehmen reflektiert daher meines Erachtens nicht den Umstand, dass die BEKO-Gruppe aufgrund ihrer Aktivitäten in Tschechien und Ungarn erhöhten Risikofaktoren ausgesetzt ist.

Eine Berücksichtigung dieser Risikofaktoren durch eine Szenario-Analyse im Rahmen der Cash-Flow-Prognose kann aus Gründen der Komplexität und fehlender Detailinformationen nicht vorgenommen werden. Unter Hinweis auf die zitierte Stellungnahme des IDW ist daher dem erhöhten Risiko der BEKO im Rahmen eines heuristischen Ansatzes durch die **Berücksichtigung einer Länderrisikoprämie für die Aktivitäten in Tschechien und Ungarn bei der Schätzung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber Rechnung zu tragen.**

Die Länderrisikoprämie ist aus den Risikoprämien von Staatsanleihen der betroffenen Länder (Tschechien und Ungarn) abzuleiten, wobei eine Orientierung am Konzept von angebracht ist und die aus dem Ausfallrisiko für Anleihen abgeleitete Risikoprämie multipliziert mit einem **durchschnittlichen Faktor von 1,4 für die höhere Aktienvolatilität übernommen werden kann**. Die so ermittelten Risikoprämien werden im vorliegenden Fall mit der regionalen Verteilung der Umsatzerlöse gewichtet. Die derart ermittelten **Länderrisikoprämien betragen 0,62% für Tschechien und 2,23% für Ungarn.**

Auf eine Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer sowohl bei den zu diskontierenden Cash-flows als auch beim Diskontierungssatz wurde im vorliegenden Fall unter Hinweis auf KFS/BW1 Tz 84 vereinfachend verzichtet.

Der Wert ohne Berücksichtigung der Fragen der Bewertung des Aktienpaketes All for one Steeb AG errechnet sich daher wie folgt:

II. 5. BEWERTUNG NACH DEM EQUITY-APPROACH

Wie oben dargelegt wird der Unternehmenswert nach dem Equity-Ansatz als Marktwert des Eigenkapitals (sog. „Equity Value“) grundsätzlich als Summe

- o des Barwerts der FTE, die aus der Fortführung des Unternehmens erzielt werden können,
- o und des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

bestimmt.

Der Barwert der FTE, die aus der Fortführung des Unternehmens erzielt werden können, repräsentiert den Wert des betriebsnotwendigen (operativen) Vermögens.

Da die Planungsrechnung auf Basis von Geschäftsjahren erstellt wurde, wird der Barwert der FTE in einem ersten Schritt auf den 01.10.2015 als „technischen“ Bewertungsstichtag ermittelt. In einem zweiten Schritt wird dieser Barwert mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen auf den Bewertungsstichtag 20.11.2015 aufgezinnt.

Wie bereits dargelegt, wurde die aus der Firmenwertabschreibung der BEKO Solutions GmbH zu erwartende Körperschaftsteuerersparnis nicht in die Cash-flow-Planung einbezogen, sondern einer separaten Bewertung unterzogen. Im Rahmen der Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals wurde der Barwert dieser Steuerersparnis als Sonderwert dem Barwert der FTE zugeschlagen.

In weiterer Folge wird der gesondert ermittelte Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt.

Unter den getroffenen Annahmen errechnet sich unter Anwendung des Equity-Approach ein Marktwert des Eigenkapitals der BEKO zum 20.11.2015 in Höhe von ca. EUR 72,5 Mio.

Mittels Division durch die Anzahl der ausgegebenen Stückaktien (10.284.190 Stück) errechnet sich unter Annahme dieser Prämissen zum Bewertungsstichtag **20.11.2015 ein Wert in Höhe von EUR 7,05 je Aktie.**

Unter Berücksichtigung weiterer Bewertungsansätze werden in der Folge noch weitere mögliche Bewertungsergebnisse darzustellen sein.

Der Marktwert des Eigenkapitals resultiert zum Großteil aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit insgesamt ca. Euro 49,6 Mio. Der Wert des operativen Geschäfts der BEKO beläuft sich auf rd. Euro 22,9 Mio.

II. 6. WERT DES NICHT BETRIEBSNOTWENDIGEN VERMÖGENS

Zur Beurteilung des vorliegenden Falles ist auch eine Wertermittlung der als nicht betriebsnotwendig eingestuften Vermögensteile vorzunehmen. Die überschüssigen liquiden Mittel in Höhe von Euro 7.032.000,-- werden zum Nennwert bewertet. Körperschaftsteuerwirkungen sind mit der Auskehr der liquiden Mittel nicht verbunden.

II. 7. Das Aktienpaket an ALL FOR ONE STEEB AG

Es wurde bereits oben dargelegt, **dass die Annahme einer Veräußerung des Aktienpakets an der All4One problematisch ist.** Da ein rationaler Investor das Aktienpaket daher entweder außerbörslich veräußern oder längerfristig halten würde, wurde vom Sachverständigen für die Bewertung die Annahme getroffen, **dass BEKO das Aktienpaket an der All4One auch nach dem Bewertungsstichtag in ihrem Vermögen hält**, sodass dafür ein **Behalte- bzw. Fortführungswert unter Ertrags Gesichtspunkten** (im Sinne eines Ertragswerts) zu schätzen ist.

Dem Sachverständigen lagen für eine eigenständige Schätzung des Fortführungswerts der All4One im Sinne eines objektivierte Unternehmenswerts nach KFS/BW1 keine ausreichenden Informationen vor. Im Rahmen der Schätzung des Werts des Aktienpakets an der All4One hat sich der Sachverständige zunächst auf die öffentlich zugänglichen Informationen sowie auf Bewertungen von Börsenanalysten gestützt.

Auf Basis der Ergebnisse der Befundaufnahme hat der **Sachverständige zunächst daher den Fortführungswert des Aktienpakets an der All4One näherungsweise aus den in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag veröffentlichten Bewertungen von Börsenanalysten abgeleitet.** Die von Börsenanalysten vorgenommenen Bewertungen stellen jedoch keine Bewertungsgutachten dar, die den Anforderungen an die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte im Sinne der Standards KFS/BW1 bzw. IDW S1 genügen. Sie bilden daher keine geeignete Grundlage für eine näherungsweise Ableitung des Fortführungswerts der All4One.

Der Sachverständige hat den Fortführungswert des Aktienpakets an der All4One als arithmetisches Mittel der Ergebnisse von Analystenschätzungen in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag dargestellt und dafür die Bewertungen durch die BankM im August 2015 (EUR 51,85 je Aktie), durch Edison im November 2015 (EUR 63,00 je Aktie) und die BankM im Jänner 2016 (EUR 62,00 je Aktie) herangezogen.

Auf dieser Grundlage wurde der Fortführungswert des Aktienpakets an der All4One unter Heranziehung eines Werts je Aktie von (gerundet) EUR 60,00 ermittelt. Für die von der BEKO zum Bewertungsstichtag gehaltenen 576.742 Stück Aktien hat sich daraus ein Wert von ca. 34.605.000,- Euro errechnet. Dabei handelt es sich jedoch im Hinblick auf die eingeschränkte Datengrundlage um eine näherungsweise Ableitung des Fortführungswerts.

Zu dieser Frage ist grundsätzlich auszuführen:

Die All for One Steeb AG (im Folgenden kurz „All4One“) hat ihren Hauptsitz in Filderstadt-Bernhausen (Stuttgart, Deutschland). All4One ist der größte auf den Mittelstand fokussierte SAP-Partner in der DACH-Region. Die Gesellschaft ist ein branchenfokussierter SAP-Komplettanbieter, der neben dem Geschäftsprozess-Know-how als One-Stop-Shop auch über spezifisches Technologie-Know-how (u.a. Cisco, NetApp, VmWare, Microsoft, IBM) für den Managed Cloud Betrieb der Kundenanwendungen in Rechenzentren verfügt. Zum 30.09.2015 (= Ende des Geschäftsjahres 2014/15) wurden 1.203 Mitarbeiter beschäftigt und rund 1.400 Kunden betreut. Anstatt in den Aufbau eigener, weltweiter Aktivitäten zur Vor-Ort-Betreuung internationaler Kunden zu investieren, wurde in 2006 ein Netzwerk von weltweiten SAP Partner mit Standorten in über 70 Ländern mit über 5.000 SAP-Beratern („United VAR“) gegründet. Dies ermöglicht jedem Netzwerkpartner ohne hohe Kapitalbindung und Risiken eine nahezu weltweite Betreuung seiner Kunden wie aus einer Hand. Der Ursprung der Gesellschaft (damals AC Gruppe genannt) ist auf die Ausgliederung der IT-Aktivitäten des AMAG Konzerns (dem größten Autoimporteur der Schweiz) im Jahr 1959 zurückzuführen. Während der Finanzkrise 2008 und 2009 konnte die Gesellschaft ihre Marktanteile kontinuierlich ausbauen. All4One ist als Komplettanbieter für den Mittelstand rund um SAP, IT und Business positioniert und deckt dabei die gesamte IT-Wertschöpfungskette vom

Geschäftsprozess über die gesamte Unternehmenssoftwarelandschaft bis hin zur Orchestrierung des IT Betriebes in einer ganzheitlichen 360 Grad Sicht ab. Branchenseitig ist die Gesellschaft auf den Maschinen- und Anlagenbau, Automobilzulieferer, Projekt- und Engineering-Dienstleister, die Konsumgüterindustrie und den technischen Großhandel fokussiert. Potentiell lassen sich in diesen Branchen allein in der DACH-Region über 12.000 mittelständische Unternehmen identifizieren, die noch keine SAP-Lösungen einsetzen. Für die genannten Fokus-Branchen verfügt All4One über eigenen Branchenlösungen, die auf branchenspezifischem Geschäfts-Know-how basieren und gegenüber dem Wettbewerb eine Differenzierung darstellen. SAP-ERP-Lösungen werden in der Regel über 15 bis 20 Jahre durch All4One betreut und in dieser Zeit vielfach erweitert. Typischerweise schließt an die Beratung und Implementierung der SAP-Landschaft eine langfristige Kundenbeziehung mit wiederkehrenden Umsätzen an. Als One-Stop-Shop unterstützt All4One Unternehmen zudem mit einem umfassenden Portfolio von Out-sourcing- und Cloud-Dienstleistungen bei der Orchestrierung selbst großer Business Softwarelandschaften und deren IT-Betriebsformen. Die Bilanzsumme der All4I AG verzeichnet seit dem Wirtschaftsjahr 2012/13 ein kräftiges Wachstum um insgesamt rd. 25,7 Mio. EUR (bzw. rd. +18%), das aktivseitig überwiegend auf Erhöhungen des Sachanlagevermögens, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und der Zahlungsmittel entfiel. Zum 30.09.2015 haben sich die Geschäfts- und Firmenwerte um 385 TEUR auf 19.990 TEUR erhöht. Die Erhöhung resultiert aus dem Kauf der Geschäftsanteile an der Grandconsult GmbH, Filderstadt (Deutschland).

Die positive Erwartungshaltung wird in der Basisstudie u.a. darauf zurückgeführt, dass das Unternehmen von der SAP-Transformation (Mobile, BI, SAP HANA, Cloud) in besonderem Maße profitiere, den Anteil der wiederkehrenden Umsätze im 1. Halbjahr 2014/15 auf zuletzt 45% ausgebaut habe und durch die Ausweitung des Leistungsspektrums noch stärker zum ersten Ansprechpartner für den Mittelstand in IT-Fragen (One-Stop-Shop-Gedanke) werden könne. **Die Aktionärsstruktur der All4I war zum 30.09.2015 geprägt von vier großen, langfristig orientierten Investoren.** Die beiden größten Aktionäre, die Pierer Industries AG und die Unternehmens Invest AG verfügten jeweils über rd. 25% der Stimmrechte. **Die BEKO hielt zum 30.09.2015 rd. 11,58% der Stimmrechte an der Gesellschaft und war damit das drittgrößte Aktienpaket.**

Nach dem Einstieg im Jahr 1999 kam es in den Folgejahren zu einer sukzessiven Aufstockung des Beteiligungsausmaßes bis mit dem Zukauf von 650.000 Stück im September 2003 die BEKO die Mehrheit der Beteiligung an der Gesellschaft mit 50,7% übernahm. In den Folgejahren erfolgte durch kontinuierliche Zukäufe eine weitere Aufstockung der Beteiligung bis im Juni 2010 mit einem Anteil von 73,9% das historisch höchste Beteiligungsausmaß erreicht wurde. Im Zuge der Spaltung der BEKO und dem Ausstieg der CROSS Industries AG

wurden im März 2011 3.008.336 Stück Aktien an die CROSS Informatik AG übertragen, wodurch das Beteiligungsmaß von 73% auf 11,1% verringerte.

Zum **Bewertungsstichtag 20.11.2015** wurden **BEKO 576.742 Stück Aktien gehalten**. Dies entspricht einer relativen Beteiligung von rd. 11,58%.

Aktionärsstruktur per 30.09.2015

Aktionär	Anteil in %
Pierer Industries AG	25%
Unternehmens Invest AG	25%
BEKO Holding AG	12%
Qino Capital Partners AG	10%
Vorstand und Aufsichtsrat	4%
Streubesitz	24%
Summe	100%

Dargestellt wurde vom Sachverständigen die historische Entwicklung des Aktienkurses der All4One im Zeitraum ein Jahr vor und ein Jahr nach dem Bewertungsstichtag. Während des Geschäftsjahres 2014/15 der All4One kam es zu deutlichen Kurszuwächsen. Ausgehend von 29,86 Euro am 01.10.2014 stieg der Aktienkurs der All4One auf 54,00 Euro am 30.09.2015 und erhöhte sich damit um mehr als 80%. Der Kursanstieg setzte sich auch in der Zeit bis zum Bewertungsstichtag 20.11.2015 fort. **Zum Bewertungsstichtag notierten die Aktien der All4One an der Frankfurter Wertpapierbörse (XETRA) zu einem Durchschnittskurs von 74,49 Euro je Aktie.** Der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag lag nahe am höchsten jemals zustande gekommenem Kurs (all time high) von **75,67 Euro je Aktie, der am 30.11.2015 erzielt wurde.** Nach Angaben im Geschäftsbericht 2014/15 der All4One waren für den Kursanstieg

o das robuste und nachhaltige Geschäftsmodell mit einem hohen Anteil nachhaltig wiederkehrender Umsätze und

o die Wachstumschancen im Zusammenhang mit der digitalen Transformation „im Windschatten von SAP“ ausschlaggebend.

Zur Beurteilung der Liquidität der All4One-Aktie wurde vom Sachverständigen eine Analyse für den Zeitraum 21.11.2014 bis 20.11.2016 durchgeführt und dabei die Liquiditätskriterien

- o Handelsvolumen in Prozent der ausgegebenen Aktien,
- o Anzahl gehandelter Aktien,
- o relativer Bid-Ask-Spread und
- o Anzahl durchschnittlicher Handelstage pro Jahr

herangezogen.

Nach Angaben im Geschäftsbericht 2014/15 kommuniziert All4One transparent, offen und nachhaltig, wobei Aktionäre, Investoren, Analysten und die Finanz- und Wirtschaftspresse genauso im Fokus stehen wie die Privatanleger. Es wird darauf hingewiesen, dass in Einzelgesprächen, auf Investorenveranstaltungen, bei Presseterminen, auf Messen sowie im Rahmen von Telefon- und Analystenkonferenzen eingehend über die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens berichtet wird. Folgende Analystenberichte wurden mit den angegebenen Bewertungen der Aktie erhoben:

Ausgehend von einer Bewertung mit Euro 30,75 je Aktie im November 2014 haben die Analysten – analog zur Entwicklung des Börsenkurses – die Bewertung der All4One während des Geschäftsjahres 2014/15 ebenfalls deutlich angehoben, und zwar auf **EUR 51,85 je Aktie im August 2016**.

In der umfangreichen „Basisstudie“ der BankM vom 26.5.2015 wird als Begründung für die Anhebung der Bewertung von Euro 30,75 je Aktie auf Euro 51,65 je Aktie u.a. angegeben, dass das Unternehmen von der SAP-Transformation (Mobile, BI, SAP HANA, Cloud) in besonderem Maße profitiere, den Anteil der wiederkehrenden Umsätze im 1. Halbjahr 2014/15 auf zuletzt 45% ausgebaut habe und durch die Ausweitung des Leistungsspektrums noch stärker zum ersten Ansprechpartner für den Mittelstand in IT-Fragen (One-Stop-Shop-Gedanke) werden könne. Die Studie beinhaltet auch eine DCF-Bewertung der All4One, die zu einem Wert von Euro 58,91 je Aktie kommt und laut Studie „**weiteres Aufwärtspotenzial**“ impliziere.

Im Rahmen einer Kurzanalyse hat die BankM die Bewertung der All4One im August 2015 geringfügig auf Euro 51,58 je Aktie angehoben. Als Begründung wurde auf die Fortsetzung des dynamischen Wachstums und des Margenausbaus im 3. Quartal des Geschäftsjahres 2014/15 verwiesen.

Die nach dem Ende des Geschäftsjahres 2014/15 erstatteten Analystenberichte zeigen zunächst eine nochmalige deutliche Anhebung der Bewertung im November 2015 auf EUR 63,00 je Aktie.

Da die Performance der All4One in dem am 30.09.2015 endenden Geschäftsjahr 2014/15 die Erwartungen der BankM hinsichtlich der Umsatzerlöse leicht und hinsichtlich des EBIT substanziell übertroffen hatte, hat die BankM ihre Bewertung im Rahmen der im Jänner 2016 veröffentlichten Kurzanalyse auf **EUR 65,00 je Aktie erhöht**. Die positive Entwicklung wird auf gelungene strategische Akquisitionen in der Vergangenheit und die Erwartung eines gesunden organischen Wachstums zurückgeführt. Gleichzeitig wurde jedoch darauf hingewiesen, dass die **Entwicklung des Börsenkurses (+122% in 2015)** jene des operativen Geschäfts übertraf, sodass nach Einschätzung der BankM – gegenüber dem Börsenkurs am 26.1.2016 (EUR 62,00 je Aktie) – nur noch begrenztes Aufwärtspotential bestand.

Im Februar 2016 wurde dieses Bewertungsniveau durch eine Kurzanalyse der BankM auf Basis der Daten des 1. Quartals des Geschäftsjahres 2015/16 („SAP HANA nimmt Fahrt auf“) **mit Euro 62,00 je Aktie annähernd bestätigt**. Auch die Kurzanalyse der BankM im Juni 2016 gelangte aufgrund weiterhin hoher Auslastung und eines starken Lizenzgeschäfts zu einem „fairen Wert“ der Aktie von Euro 62,00. Im August 2016 hob die BankM die Bewertung der Aktie auf **Euro 65,00** an und verwies auf Zuwächse im zweistelligen Prozentbereich im Lizenz- und Consulting-Geschäft.

Auf Basis der Ergebnisse der Befundaufnahme hat der **Sachverständige – wie oben dargestellt - den Fortführungswert des Aktienpakets an der All4One zunächst näherungsweise aus den in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag veröffentlichten Bewertungen von Börsenanalysten abgeleitet**. Die von Börsenanalysten vorgenommenen Bewertungen stellen jedoch **keine Bewertungsgutachten dar**, die den Anforderungen an die Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte im Sinne der Standards KFS/BW1 bzw. IDW S1 genügen. **Sie bilden daher keine geeignete Grundlage für eine näherungsweise Ableitung des Fortführungswerts der All4One.**

Auch wenn die Bewertungen auf zum Teil ausführlichen Analysen des Unternehmens und des Marktumfelds basieren und die Erwartungshaltung über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens auf Basis des jeweils aktuellen Informationsstandes berücksichtigen, können sie nicht Grundlage der vorliegenden Bewertung sein.

Der Sachverständige hat in der Tagsatzung am 25.10.2019 seine Einschätzung insofern geändert, dass er von dieser Art der Bewertung abgewichen ist. Der Sachverständige verwies darauf, dass **der Börsenkurs genau zum Bewertungsstichtag eine absolute Spitze erreicht hat** und relativ bald danach wieder abgeflacht ist. Es wurde daher auch die

Entwicklung nach dem Bewertungsstichtag berücksichtigt. Demnach war der Anstieg des Börsenkurses nicht nachhaltig. Aus diesem Grund wurde eine **sechsmontige Entwicklung** in der Vergangenheit beobachtet und daraus ein Durchschnittskurs errechnet. Verwiesen wurde auf § 26 Abs. 1 Übernahmegesetz. Auf einen Dreimonatszeitraum abzustellen ist aus Sicht des Sachverständigen nicht sachgerecht. Aus Sicht des Sachverständigen kann im vorliegenden Fall **nur mit sehr groben Schätzungen näherungsweise Annahmen** getroffen werden.

Der Börsenkurs der All-For-One-Aktie zum Bewertungsstichtag lag bei Euro **74,75 je Aktie**. **Bei einer Heranziehung des dreimonatigen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses in Höhe von Euro 61,18, wird es sich also auf den Unternehmenswert der Beko so auswirken, dass der Wert je Aktie dann ca. Euro 7,12 betragen würde.** Der durchschnittliche Börsenkurs für den Dreimonatszeitraum vor dem Bewertungsstichtag wurde für den Zeitraum vom 20.08.2015 – 19.11.2015 ermittelt.

Sollte der Börsenkurs der All-For-One-Aktie unter Heranziehung des **sechsmontigen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses in Höhe von Euro 55,16 der Berechnung unterzogen werden, beträgt der Wert je Aktie Euro 6,78(siehe Protokoll vom 25.10.2019).**

Bei Heranziehung des Stichtagsbörsenkurses der All-For-One zum Bewertungsstichtag in Höhe von € 74,75 je Aktie für die Bewertung der BEKO würde sich ein Wert je Aktie in Höhe von Euro 7,88 ergeben.

Gesamter Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (nach KöSt-Mehrbelastung) beläuft sich somit auf insgesamt **rd. EUR 49,6 Mio EUR.**

II. 8. PLAUSIBILITÄT DES DCF-WERTS

Nach dem Fachgutachten KFS/BW1 kann auch die Anwendung von Multiplikatoren im Einzelfall Anhaltspunkte zur Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten. Dabei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Bezugsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.

Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Die Bewertung mit Hilfe von Multiplikatoren kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte liefern, in der sich das Bewertungsergebnis weitgehend wiederfinden sollte.

II. 9. Auswahl der Multiplikatoren

Bei der Auswahl geeigneter Multiplikatoren wird grundsätzlich zwischen Entity Value- und Equity Value-Multiplikatoren unterschieden. Bei Equity Value-Multiplikatoren dient der Marktwert des Eigenkapitals als Referenzgröße. Der dabei gebräuchlichste Multiplikator ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“), auch Price-Earnings („P/E“-)Ratio genannt, bei dem die gesamte Marktkapitalisierung (Equity Value) ins Verhältnis zum Jahresüberschuss (Net Income) gesetzt wird.

Die Referenzgröße bei Entity Value-Multiplikatoren ist der Marktwert des Eigenkapitals zuzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten (Enterprise Value, „Gesamtunternehmenswert“). Da bei der Multiplikatormethode die Konsistenz zwischen Zähler- und Nennergröße von elementarer Bedeutung ist, müssen Entity Value-Multiplikatoren auf einer Bezugsgröße vor Zinsen aufsetzen. Übliche Bezugsgrößen sind daher Umsatzerlöse, EBITDA oder EBIT.

Im Folgenden werden als Multiplikatoren die Relation von Gesamtunternehmenswert und EBIT („EV/EBIT“) und das KGV herangezogen.

II. 10. Vergleichbare börsennotierte Unternehmen (Börsenmultiples)

Bei der Auswahl an vergleichbaren börsennotierten Unternehmen ist dieselbe Gruppe an Vergleichsunternehmen heranzuziehen, die auch der Bemessung des Betafaktors zugrunde gelegt wurden. Den Equity Value der Vergleichsunternehmen ist mit der Marktkapitalisierung gleichzusetzen, die den Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg LP entnommen wurde. Zur Ermittlung des Entity Value der Vergleichsunternehmen ist zur Marktkapitalisierung noch die jeweiligen Bestände an verzinslichen Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) hinzuzuzählen, die den Geschäftsberichten der Vergleichsunternehmen entnommen wurde.

Zur Frage, ob die Multiplikatoren auf Basis vergangener Finanzdaten oder der in Zukunft erwarteten Ergebnisse errechnet werden sollen, ist festzustellen, dass Multiplikatoren auf Basis künftig erwarteter Gewinne in der Regel eine größere Aussagekraft aufweisen. Hier stützt man sich üblicherweise auf Schätzungen von Analysten, deren Güte umso höher ist, je mehr Schätzungen für eine Unternehmenskennzahl vorliegen und je aktueller diese Analysen sind. Für eine Bewertung in der zweiten Jahreshälfte werden häufig die Kenngrößen des nächsten und übernächsten Geschäftsjahres verwendet.

Als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren ist im vorliegenden Fall auf die durchschnittlichen Analystenschätzungen der Erfolgs- und Gewinngrößen für die Jahre 2016 bis 2017 (bzw. bei abweichendem Wirtschaftsjahr für die Jahre 2015/16 und 2016/17) zurückzugreifen.

II. 10. a) BÖRSENMULTIPLES

Zur Schätzung der daraus resultierenden Wertbandbreite für BEKO sind die Erfolgsgrößen (EBIT und EBT) gemäß adaptierter Planung für die Wirtschaftsjahre 2015/16 bis 2016/17 heranzuziehen. Um das unterschiedliche KöSt-Niveau zwischen BEKO und der Peer Group auszugleichen, ist für BEKO bei der Ermittlung des Ergebnisses nach Steuern ein normalisierter Steuersatz von 30% (entspricht dem Median der Peer Group) zu unterstellen.

Der fundamental mit Hilfe des DCF-Verfahrens abgeleitete Marktwert des Eigenkapitals des operativen Geschäfts der BEKO liegt innerhalb der Bandbreiten, die aus den EBIT- und KGV-Multiplikatoren abgeleitet wurden. Der DCF-Wert liegt dabei knapp oberhalb der Mitte der mit Hilfe von Multiples geschätzten Wertbandbreiten.

Auf dieser Grundlage ist das Bewertungsergebnis nach dem Equity-Ansatz der DCF-Verfahren plausibel. Die Bemessung der Wertbandbreiten hat unter Nichtberücksichtigung der im Rahmen der Unternehmensbewertung angesetzten Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte zu erfolgen.

II. 11. LIQUIDATIONSWERT ALS KONTROLLWERT

Nach KFS/BW1 Rz 132 bildet der Liquidationswert grundsätzlich die Untergrenze für den Unternehmenswert. Der Liquidationswert ergibt sich nach KFS/BW1 Rz 133 als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen.

Demnach kann der Liquidationswert dann als Untergrenze für den Unternehmenswert von Bedeutung sein, wenn er den Fortführungswert des Unternehmens übersteigt. Es bestehen im vorliegenden Fall keine Anhaltspunkte dafür, dass der Liquidationswert der BEKO den unter Anwendung eines DCF-Verfahrens ermittelten Fortführungswert übersteigt. Aus diesem Grund kann auf die Schätzung des Liquidationswerts der BEKO verzichtet werden.

II. 12. BÖRSENKURS ALS WERTUNTERGRENZE

Nach dem Fachgutachten KFS/BW1 Tz 150 ist bei der Bewertung von Anteilen börsennotierter Unternehmen zu prüfen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.

Im vorliegenden Fall bildet der Börsenkurs nach herrschender Auffassung die Untergrenze für die im Rahmen des Gesellschafterausschlusses zu gewährende Abfindung, zumal die Minderheitsgesellschafter die Möglichkeit hätten, den Unternehmensanteil zum jeweiligen Börsenkurs frei zu veräußern und somit den Veräußerungserlös für den Anteil zu lukrieren (freie Deinvestitionsmöglichkeit). Dabei ist nicht auf einen Stichtags-Börsenkurs abzustellen, sondern analog zu § 26 ÜbG eine Durchschnittsbetrachtung für einen Zeitraum von sechs Monaten vor der Bekanntmachung des Gesellschafterausschlusses vorzunehmen.

Der nach dem Handelsvolumen gewichtete Durchschnittskurs der BEKO-Aktien betrug im Zeitraum vom 05.04.2015 bis zum 04.10.2015 (das sind die letzten sechs Monate vor dem Tag der Bekanntmachung der Absicht der einen Gesellschafterausschluss durchzuführen) Euro 3,56 je Aktie. Stellt man stattdessen im Sinne der deutschen Regelung in § 5 Abs 3 WpÜG-AngebotsVO auf einen Zeitraum von nur drei Monaten ab, beträgt der volumengewichtete **Durchschnittskurs EUR 3,53 je Aktie.**

Die möglichen Werte für die Barabfindung liegen über dem maßgeblichen Börsenwert der BEKO-Aktien. Da der maßgebliche Börsenwert auch niedriger ist als der Wert nach dem DCF-Verfahren, richtet sich die angemessene Barabfindung im vorliegenden Fall nach dem mit Hilfe des DCF-Verfahrens ermittelten Wert.

Insgesamt können die Feststellungen daher folgendermaßen zusammengefasst werden:

Die Beurteilung der von der BEKO als Grundlage der Unternehmensbewertung vorgelegten Unternehmensplanung hat Änderungsbedarf ergeben, dem in einer **adaptierten Unternehmensplanung** Rechnung getragen wurde.

Zum Bewertungsstichtag 20.11.2015 wurde der Unternehmenswert der BEKO nach dem Equity-Approach der DCF-Verfahren zunächst mit EUR 72,5 Mio. bzw. EUR 7,05 je Aktie geschätzt. Dabei wurde auf Basis der Ergebnisse der Befundaufnahme unterstellt, dass die EBIT-Marge während einer dreijährigen Grobplanungsphase wieder auf den historischen Durchschnitt von 3,1% absinkt und in der Rentenphase auf diesem als nachhaltig erachteten Niveau verharrt.

Der Unternehmenswert der BEKO wird maßgeblich durch den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (insgesamt rd. EUR 49,6 Mio.) bestimmt. Der Wert des operativen Geschäfts der BEKO wurde mit ca. Euro 22,9 Mio. geschätzt.

Dabei wurde eine Bewertung der All-For-One-Aktie unter Zugrundelegung von Auswertungen von Analysten vorgenommen (siehe Protokoll vom 25.10.2019 wonach der Sachverständige von dieser Form der Bewertung abgegangen ist).

Sollte der Börsenkurs der All-For-One-Aktie unter Heranziehung des dreimonatigen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses in Höhe von Euro 61,18 der Berechnung unterzogen werden, beträgt der Wert je Aktie Euro 7,12 (siehe Protokoll vom 25.10.2019).

Sollte der Börsenkurs der All-For-One-Aktie unter Heranziehung des sechmonatigen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses in Höhe von Euro 55,16 der Berechnung unterzogen werden, beträgt der Wert je Aktie Euro 6,78 (siehe Protokoll vom 25.10.2019).

Bei Heranziehung des Stichtagsbörsenkurses der All-For-One zum Bewertungsstichtag in Höhe von € 74,75 je Aktie für die Bewertung der BEKO ergibt sich ein Wert je Aktie in Höhe von Euro 7,88 (siehe Protokoll vom 25.10.2019).

III. Die getroffenen Feststellungen gründen sich auf folgende Beweismwürdigung

III. 1. Allgemeine Ausführungen

Zunächst ist auf das schlüssige und nachvollziehbare Gutachten des Sachverständigen zu verweisen. Es wurde den Beweisanträgen nachgekommen und die Zeugen gehört. Sowohl _____ als auch _____ räumten dabei durchaus ein, dass ihre Expertise nicht immer umfassend tief erfolgt ist. Dies bereits deshalb, da _____ auf einen früheren Zeitpunkt abgestellt hat. Da dieses Gutachten von _____ überprüft wurde, konnte er bereits aus diesem Grund nicht eine derartige Tiefe erreichen.

Um einen groben Anhaltspunkt darüber zu erhalten, wie sich die Wettbewerbsposition der BEKO zum Bewertungsstichtag gestaltete, wurde vom Sachverständigen eine vergleichende Analyse von Rentabilitätskennzahlen potentieller Mitbewerber vorgenommen. Da dem Sachverständigen vom Unternehmen in diesem Zusammenhang keine Informationen zur Verfügung gestellt wurden, basiert die nachfolgende Kennzahlenanalyse auf eigenständigen Recherchen und diese Ergebnisse konnten auch infolge schlüssiger Begründung dieser Entscheidung zugrunde gelegt werden.

Die Ergebnisse des Gutachtens wurden oben umfangreich dargestellt. hat die von den Parteien aufgeworfenen Fragen in der Tagsatzung am 25.10.2019 ausführlich und nachvollziehbar beantwortet. Soweit dies für die vorliegende Beantwortung notwendig ist, wird in der Beweiswürdigung darauf eingegangen. Letztlich ist auf die Ausführungen von in der Verhandlung vom 25.10.2019 zu verweisen.

III. 2. Zur Unternehmensplanung

Die Unternehmensplanung wurde weitreichend erörtert. Ebenso die Frage, ob bereits zum Bewertungsstichtag erkennbar gewesen sei, dass die späteren Verluste der E&I eintreten würden. Es wurde vertreten, dass aus dem Grund, dass das EBITDA des Geschäftsjahres 2015/2016 deutlich über dem Planwert lag, jedoch das EBITDA des Geschäftsjahres 2016/2017 stark hinter dem geplanten Wert zurückblieb, der Sachverständige die Planungsrechnung nach unten korrigieren hätte müssen. Dies stützt die AG auf die sogenannte Wurzeltheorie. Der Sachverständige verwies auf das Gutachten des Gremiums vom 24.04.2019. **Demnach sind tatsächliche Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag nach der herrschenden Auslegung der Wurzeltheorie für die Wertermittlung nur insoweit relevant, als diese Entwicklungen zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt und zum Stichtag bereits absehbar bzw. erkennbar waren.**

Der zu dieser Frage geführte Zeuge hat in der Verhandlung vom 13.09.2019 angegeben, dass ihm keine Anhaltspunkte bekannt bzw. bekanntgemacht wurden, die die langfristige Ertragserwartung beeinträchtigt hätten. Auf Seite 23 seines Gutachtens zur Holding und auf Seite 20 seines Gutachten E&I hat für die Rentenphase im Rahmen darauf verwiesen, dass die BEKO nach seinem Informationsstand in ihrem Geschäftsbereich eine wesentliche wirtschaftliche Bedeutung habe und sich daher gegen den Abbau von Überrenditen widerstandsfähig zeigen werde. Auf dieser Grundlage hat die Rentabilität bzw. Ertragskraft der zu bewertenden Unternehmen für das dritte Planjahr, als für die gesamte Rentenphase als nachhaltig erachtet und fortgeschrieben.

Eine Erkennbarkeit von rückläufigen Ertragserwartungen aus der Perspektive zum Bewertungsstichtag lässt sich daher aus der Zeugenaussage nicht ableiten. Auch der Zeuge [Name] der seit 01.01.2017 als Geschäftsführer der E&I fungiert, hat angegeben, dass er keine Aussage dazu treffen könne, ob die im Wirtschaftsjahr 2016/2017 eingetretenen Verluste der E&I im November 2015 bereits absehbar waren. Er hat ferner angegeben, dass die Situation der Beko für ihn **zunächst sehr gut ausgesehen habe**, aber nach einigen Monaten sichtlich teilweise als nicht real dargestellt habe. Seine Analyse habe bei der BEKO länger gedauert, weil es sehr versteckt war, wie er wörtlich gesagt hat und auf den ersten Blick nicht erkennbar war. **Auch diese Aussage spricht klar gegen eine Erkennbarkeit von späteren Ertragsrückgängen bereits zum Bewertungsstichtag.**

Der Zeuge [Name] hat auf die Frage, ob die Planungsrechnungen die Erwartungshaltung zum jeweiligen Erstellungszeitpunkt abbildet angegeben, dass ihm nichts Gegenteiliges bekannt gewesen sei und er das Unternehmen immer so erlebt habe, dass alle sehr nüchtern die Zahlen darstellen. Er hat weiter angegeben, dass seiner Erinnerung nach die negative Entwicklung des Unternehmens **irgendwann im Kalenderjahr 2017 begonnen habe und das es im Laufe der Unternehmensgeschichte immer wieder positive und dann wieder negative Jahre gegeben habe.** Auch aus der Aussage des Zeugen [Name] können daher keinerlei Anhaltspunkte für eine Erkennbarkeit von negativen Entwicklungen zum Bewertungsstichtag abgeleitet werden. Auch [Name] hat bestätigt, dass ihm keine Anhaltspunkte bekannt waren, die für eine Beeinträchtigung der Ertragskraft der zu bewertenden Unternehmen zum Bewertungsstichtag, bekannt waren.

Der Zeuge [Name] hat das bestätigt und auch angegeben, dass sich die Negativentwicklungen im Geschäftsjahr 2017 abgezeichnet haben. Hinzu kommt, dass der Zeuge [Name] die Negativentwicklungen primär mit Problemen im Rahmen einer **Personalfluktuaton begründet hat und nicht mit dem Geschäftsmodell der BEKO an sich** und auch mit Bedrohungen aus dem allgemein vorherrschenden Trend zur Digitalisierung. Soweit sich die AG nun auf die IST-Daten auf die Geschäftsjahre 2015, 2016 und 2016/2017 stützt.

Die Wurzeltheorie reicht nicht soweit, dass die heute bekannten Ergebnisse der späteren Geschäftsjahre bei der Bewertung zugrunde zulegen wären. **Es kommt nicht auf die tatsächliche Entwicklung ab Bewertungsstichtag an**, sondern nur auf die zum Bewertungsstichtag erkennbare Entwicklungen und auf die Erwartungshaltung zum Bewertungsstichtag. Der Umstand, dass der EBITDA des Geschäftsjahres 2015/2016 mit ca. Euro 3,6 Mio um mehr als 35% über dem Planwert für dieses EBITDA, dass heißt um mehr als Euro 900.000 über Planwert des ersten Geschäftsjahres, war, belegt auch, **dass gerade zum Bewertungsstichtag noch keine Negativtrends erkennbar waren.**

Die von der AG nunmehr vorgelegten Informationen zu den tatsächlich eingetretenen Verlusten bei E&I im Geschäftsjahr 2017/2018, die im September 2018 geendet haben und das dritte Jahr der Mittelfristplanung darstellen, waren zum Zeitpunkt der Erstattung des Sachverständigengutachtens im Jänner 2018 nicht bekannt und verändern auch nicht das vorliegende Ergebnis.

Zur fehlenden Erkennbarkeit der späteren Verluste der E&I ist auf die weiteren Ausführungen im Gremialgutachten auf Seite 8 zu verweisen.

III.3. All-For-One-Steeb AG

Zum Thema Bewertung des Aktienpakets an der All-For-One-State AG ist auszuführen, dass die Antragsgegnerin die vom Sachverständigen vorgenommene Schätzung kritisiert hat. **Diesem Umstand wurde auch Rechnung getragen.** Es wurden entsprechende Berechnungen vorgenommen und gründen sich die oben beschriebenen Feststellungen auf die in der Tagsatzung am 25.10.2019 vorgenommenen Berechnungen.

III.4. Zum Thema **liquide Mittel** und nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist folgendes auszuführen:

Die Antragsgegnerin kritisiert, dass ein Teilbetrag in Höhe von Euro 7.032.000 der gesamten liquiden Mittel in Höhe von Euro 8.232.000 als nicht betriebsnotwendig qualifiziert wurden. Eine Begründung für den Ansatz einer nur 2%igen Umsatzquote für die betriebsnotwendigen liquiden Mittel würden demnach im Gutachten fehlen.

Der Sachverständige hat im Gutachten auf Seite 115 ausführlich begründet, warum die von der Unternehmensleitung vorbrachte Begründung für die Betriebsnotwendigkeit der gesamten liquiden Mittel keine ausreichende Grundlage für die Zuordnung dieses Liquiditätsbestands zum betriebsnotwendigen Vermögen dargestellt. Es wurde dargestellt, dass aus den vorgelegten Mittelfristplanungen keine Anhaltspunkte für eine Verwendung der Liquidität im Vereinbarungszeitraum abgeleitet werden kann.

III. 5. Reserveliquidität

Dem Argument der AG hinsichtlich der Reserveliquidität ist damit zu begegnen, dass von der Unternehmensleitung keine konkreten Argumente für eine betriebsnotwendige Verwendung der liquiden Mittel vorgebracht wurden, etwa Argumente zu einer notwendigen unterjährigen Finanzierung erhöhter Kapitalbestände. **Vom Zeugen wurde angegeben, dass die Reserveliquidität für allfällige Akquisitionen zur Verfügung standen.** Der Zeuge hat angegeben, dass er die gesamten liquiden Mittel unternehmenswerterhöhend und damit wie im nicht betriebsnotwendigen Vermögen im Rahmen seines Gutachtens behandelt hat. Der Sachverständige hat weniger Liquidität werterhöhend berücksichtigt, weil er 2% des Umsatzes als betriebsnotwendig ausgeschieden hat. Auch Zeuge hat in der heutigen Aussage bestätigt, dass er letztendlich die gesamte Liquidität des Unternehmens als werterhöhend in der Bewertung berücksichtigt hat. Im Übrigen ist auf die Ausführungen des Sachverständigen in der Verhandlung am 25.10.2019 zu verweisen.

III. 6. Steuerliche Behandlung

Das Thema Nichtberücksichtigung des Untergangs der steuerlichen Unternehmensgruppe zum Nachteil der Beko hat der Sachverständige in der Verhandlung am 25.10.2019 überzeugend behandelt. Der Hinweis auf RZ 24 KFS BW1 und die dort verankerten Aussagen zum Stichtagsprinzip sind nicht zutreffend, da diese Vorgaben für die Steuerplanung keine Relevanz besitzen.

III.7. Planungsrechnung

Zur Plausibilitätsprüfung der Planungsrechnungen und dem Wachstumsabschlag hat der Sachverständige ausführlich Bezug genommen. Auf Seite 129 des Gutachtens wurden Annahmen zur Höhe des nachhaltigen Wachstums der bewertungsrelevanten Cashflows getroffen. Dies steht nicht in Widerspruch zum österreichischen Fachgutachten KFS BW1, sondern ist nach KFS BW1, RZ63 & 64 ausdrücklich geboten. Nach RZ 64 ist der Rentenphase generell auf die Konsistenz der Annahmen zur Renditerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten.

Auf dieser Grundlage wurde auf den Seiten 129 und 130 des Gutachtens Annahmen zur Rentabilität, zum Wachstum und zur Thesaurierung in der Rentenphase getroffen. Das Vorbringen der Antragsgegnerin, dass ein Wachstumsabschlag in österreichischen Fachgutachten nicht vorgesehen sei, ist nicht zutreffend. In KFS BW1, RZ 115, wird

verschuldeten Betafaktoren für 8 Branchen in der Höhe von 1,21 herangezogen und ohne Anpassung an die ganz erheblich geringeren Verschuldung der BEKO in die Bewertung der Beko miteinbezogen. **Der Zeuge hat bestätigt, dass seines Erachtens eine Anpassung des Betafaktors an den Verschuldungsgrad der BEKO notwendig gewesen wäre.**

III.9. Länderrisikoprämie

Zur Länderrisikoprämie hat der Sachverständige erörtert, dass in seinem Gutachten auf Seite 142 dargelegt wurde, dass das Ausfallrisiko für Staatsanleihen mit einem durchschnittlichen Faktor von 1,4 multipliziert wurde um der höheren Aktienvolatilität, also dem höheren Risiko für Unternehmen, Rechnung zu tragen. Diese Vorgangsweise wird von empfohlen, in die Ermittlung der Endrisikoprämie ist daher dieser Aspekt der höheren Aktienvolatilität bereits eingeflossen.

III.10. DFC Methode

Der Sachverständige hat auch dargestellt, dass es keine üblichen Bandbreiten bei der Unternehmensbewertung gibt. **Der Unternehmenswert nach der DCF Methode ist ein zukunftsorientierter Wert, der auf Basis von Annahmen zum zukünftigen Cashflow und zum Diskontierungssatz geschätzt wird.** Bandbreiten können sich daraus ergeben, dass man für einen bestimmten Bewertungsparameter, zum Beispiel Renditeerwartungen in der Rentenphase eine Bandbreite für plausibel hält. Auf dieser Grundlage lässt sich dann eine Bandbreite für das Bewertungsergebnis ableiten. Ob es eine Bandbreite für den Unternehmenswert gibt oder nicht und wie hoch diese ist, hängt aus Sicht des Sachverständigen von den Annahmen zu den einzelnen Bewertungsparametern ab und kann nicht allgemein beantwortet werden. Über Bandbreiten zu Schätzungen für die einzelnen Bewertungsparameter könne allenfalls diskutiert werden.

Insgesamt konnten sich die Feststellungen und obigen Ausführungen auf den Ausführungen im Gutachten des Sachverständigen stützen. Die rechtliche Beurteilung der Bewertung des Aktienpakete All 4 One wird unten näher ausgeführt.

ausdrücklich vorgesehen, dass unter der Annahme eines nachhaltigen Wachstums der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase ein Abzug der Wachstumsrate vom Diskontierungssatz vorzunehmen ist. Das ist der Wachstumsabschlag. Im Übrigen ist anzumerken, dass für die Grobplanungsphase vom Sachverständigen unterstellt wurde, dass diese Marke der BEKO wieder auf ein historisches Durchschnittsniveau absinken wird. **Der Zeuge hat angegeben, dass seiner Erfahrung nach, Wachstumsabschläge von 3-4% angewendet werden und hier auch eingeräumt, dass die Nichtvornahme einer Wachstumsannahme im Gutachten diskussionswürdig sei.**

Zum „Bewertungsansatz“ ist auszuführen, dass der Sachverständige eine Konzernbewertung anstelle der von vollzogenen Sum-of-the-Parts Bewertung durchgeführt hat. Dazu ist anzumerken, dass eine Konzernbewertung bei identischen Annahmen zum gleichen Ergebnis führen muss, zwingend wie eine Sum-of-the-Parts Bewertung, **denn bei identischen Annahmen können sich auf das Bewertungsergebnis keine Auswirkungen auf den Umstand ergeben**, ob ein Bewertungsobjekt insgesamt als Einheit bewertet wird oder zunächst in einzelne Teile zerlegt wird und diese Einzelwerte dann aufaddiert werden.

Da dem Sachverständigen zwar eine konsolidierte Erfolgsplanung, nicht aber eine konsolidierte Vermögens- und Finanzplanung vorlag, wie sich aus Seite 25 des Gutachtens ergibt, hat sich der Sachverständige bei der Ableitung der geplanten Entwicklung der Bestände des betriebsnotwendigen Vermögens an den Planbilanzen auf Ebene der Einzelgesellschaften orientiert. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass **im Gutachten keine explizite Planung der Bestände enthalten ist**, stattdessen wurde dort der zukünftige Flow-to-equity allein aus der Erfolgsplanung und den dort errechneten Jahresüberschüssen abgeleitet.

III.8. Betafaktor

Zum Betafaktor ist auszuführen, dass im Gutachten der Betafaktor für die Bewertung der Beko als arithmetisches Mittel, somit der arithmetische Mittelwert aus insgesamt **acht Branchenbetafaktoren** abgeleitet wurde und diese Branchenbetafaktoren aus der öffentlich zugänglichen Datenbank von entnommen wurden. Der Sachverständige hat eingehend dargelegt, dass **diese Vorgangsweise nicht sachgerecht ist**. Zum einen ist der von herangezogene Branchenmix extrem weit und **beinhaltet auch Branchen, die mit den Geschäftsmodell der Beko gar nicht vergleichbar sind**. Zum anderen wurde im Gutachten von der Mittelwert aus den

Grundsätzlich kann auch im Rahmen der rechtlichen Beurteilung auf die Ausführungen des Sachverständigen verwiesen werden. Die aufgeworfenen Fragen zum Beta-Faktor, zum Länderrisiko und zur Planungsrechnung wurden vom Sachverständigen ausführlich beantwortet und können daher im Rahmen der rechtlichen Beurteilung die vom Sachverständigen getroffenen Berechnungen übernommen werden.

IV.2. All for One Steeb AG

Ein wesentlicher Punkt ist die vom Sachverständigen vorgenommene Bewertung der **der Aktien All for One Steeb AG**. Bereits die in diesem Punkt vom Sachverständigen vorgenommene abweichende Position im Rahmen der Verhandlung am 25.10.2019 im Verhältnis zum ursprünglich vorliegenden Gutachten **zeigt die Schwierigkeiten in diesem Zusammenhang auf**. Zuletzt wurde die Frage unter dem Gesichtspunkt erörtert, ob eine Bewertung **durch Ermittlung eines Durchschnittskurses, oder stichtagsbezogen zu erfolgen hat**.

Die Ermittlung unter Zugrundelegung eines Durchschnittswertes mehrerer Monate zeigt die Problematik auf, **welche Dauer für die Durchschnittsbewertung herangezogen werden soll**. Fraglich ist auch, ob die zukünftige Entwicklung zu berücksichtigen ist. verneinte die Annahme einer Veräußerung des Aktienpakets, da dieser Zugang nicht sachgerecht wäre, da ein rationaler Investor das Aktienpaket entweder außerbörslich verkaufen würde oder längerfristig selbst halten. Durch eine kurzfristige Veräußerung über die Börse aller gehaltenen Aktienanteile von BEKO käme es zu einer Kursbeeinflussung.

Daher wurde im Gutachten für die Bewertung der Aktienteile zunächst die Annahme getroffen, dass BEKO das Aktienpaket an der All4One auch nach dem Bewertungsstichtag in ihrem Vermögen hält, sodass dafür ein Behalte- bzw. Fortführungswert **unter Ertragsgesichtspunkten (im Sinne eines Ertragswerts) zu schätzen sei**. Das Handelsvolumen der All 4 One – Aktie liege bei lediglich knapp 1.000 Stück pro Tag, die BEKO war im Besitz von 576.742 Aktien am Bewertungsstichtag. Die Verwertung eines derart großen Pakets hätte zu einem massiven Kursverfall geführt, sodass beträchtliche Abschläge auf dem Börsenkurs zu erwarten gewesen wären. (Blockage Discount).

Im Zusammenhang mit der Bewertung stellt sich jedoch das Problem, dass nach dem Standard KFS/BW1 keine ausreichenden Informationen für eine eigenständige Schätzung vorliegen. Der dabei errechnete Wert pro Aktie in der Höhe von Euro 60,- für die von der

IV. Rechtliche Beurteilung

IV.1. Allgemeine Ausführungen

Zur **Barabfindung** ist im **GesAusG** folgendes vorgesehen.

§ 2.

(1) Der Hauptgesellschafter hat **eine angemessene Barabfindung zu gewähren. Der Tag der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung gilt als Stichtag für die Feststellung der Angemessenheit.** ...

(2) Die Barabfindung ist **zwei Monate nach dem Tag fällig**, an dem die Eintragung des Ausschlusses gemäß § 10 UGB als bekannt gemacht gilt; der Anspruch auf Barabfindung verjährt innerhalb von drei Jahren. Die Barabfindung ist ab dem der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung folgenden Tag bis zur Fälligkeit **mit jährlich zwei Prozentpunkten über dem jeweils geltenden Basiszinssatz zu verzinsen**. Die Kosten der Durchführung des Ausschlusses, insbesondere der Auszahlung der Barabfindung, trägt der Hauptgesellschafter.

Vorbereitung der Beschlussfassung durch die Gesellschafter

§ 3.

(1) ...

(2) Die Richtigkeit des Berichts nach Abs.1 und die Angemessenheit der Barabfindung sind **von einem sachverständigen Prüfer zu prüfen**. Dieser wird auf gemeinsamen Antrag des Aufsichtsrats der Kapitalgesellschaft und des Hauptgesellschafters vom Gericht ausgewählt und bestellt. § 220b Abs.3 bis 5 AktG ist mit der Maßgabe sinngemäß anzuwenden, dass das Auskunftsrecht auch gegenüber dem Hauptgesellschafter besteht.

Überprüfung der Barabfindung

§ 6.

(1) ...

(2) Für die Überprüfung der Barabfindung durch die ausgeschlossenen Gesellschafter sind die **§§ 225c bis 225m AktG** – ausgenommen § 225c Abs.3 und 4, § 225e Abs.3 zweiter Satz und § 225j – über die Verschmelzung zur Aufnahme auf die Kapitalgesellschaft sinngemäß anzuwenden. ...

Nach § 6 Abs. 1 GesAusG kann die Anfechtung des Beschlusses nicht darauf gestützt werden, dass die Barabfindung nicht angemessen festgelegt ist. Die Minderheitsgesellschafter können mit einem derartigen Argument den Ausschluss nicht verhindern. **Sie haben sich daher grundsätzlich der getroffenen Entscheidung zu unterwerfen.** Sie verfügen daher an einem bestimmten Tag über einen Vermögenswert, der ihnen ohne Abwehrmöglichkeit dieses Umstandes entzogen werden kann. Aus diesem Grund ist ihnen dieser Wert im Rahmen der vorliegenden Spezialfrage mit einem Kurs von Euro 74,75 zu ersetzen. Offen kann an dieser Stelle bleiben, ob bei einem entsprechend niedrigen Tageskurs eine Bewertung mit einem Durchschnittswert vorzunehmen ist. Nach Ansicht des Erstgerichts wird dies vom konkreten Einzelfall abhängen, ist aber durchaus möglich.

Zu ergänzen ist die dargelegte Argumentation dahingehend, dass es sich um nichtbetriebsnotwendiges Vermögen handelt. Daher wäre ein Verkauf für BEKO nicht grundsätzlich nachteilig. Ob diese Handlung von einem rationalen Investor vorgenommen werden würde ist kein ausschlaggebendes Argument, da es hier um aktuelle Anlegerinteressen handelt, nicht um zukünftige Gewinnmaximierung der AG.

Diese Ausführungen können auch unter Hinweis auf die im Prüfbericht auf Seite 20 genannten Ausführungen aufrecht erhalten werden. Wenn dort auch prognostiziert wird, dass bei einem Handelsvolumen von 14.745 Stück Aktien in den beiden ersten Oktoberwochen des Jahres 2015 die Veräußerung des 576.742 Stück umfassenden Aktienpakets der BEKO über die Börse wegen des Überangebots **zu einem „Zusammenbruch“ des Kurses führen würde, so hindert diese nicht die Bewertung zum Stichtag, da die Gesellschaft diesen Vermögenswert hält und er an dies Tag einen bestimmten Wert repräsentiert. Auch zu einem bestimmten Durchschnittskurs wäre eine Verwertung sämtlicher Aktien nicht möglich. Das hat nichts mit der Frage der Bewertung zu tun.**

Für eine derartige Veräußerung des Aktienpakets müsste nach Ansicht von ein sog. „Blockage Discount“ auf den Börsenkurs berücksichtigt werden. Dieser Abschlag vom Börsenkurs kommt grundsätzlich auf börsennotierte Aktienpakete zur Anwendung, deren Größe in Relation zum normalen Handelsvolumen dazu führt, dass entweder bei einem Sofortverkauf ein Preisabschlag realisiert werden würde oder es lange dauern würde, um das Paket ohne Preisabschlag zu veräußern. Die Höhe eines derartigen Abschlags ist jedoch schwierig zu bestimmen und hängt im Einzelfall von zahlreichen Faktoren ab.

BEKO zum Bewertungsstichtag gehaltenen 576.742 Stück errechnen sich daher auf einen gemeinsamen Wert von ca. 34.605.000,-- Euro. Hier handle es sich nach dem Gutachten aber aufgrund eingeschränkte Datenlage um eine **näherungsweise Ableitung** des Fortführungswertes (Seite 144 ff Gutachten). In der mündlichen Verhandlung vom 25.10.2019 (ON 188) wurde die Bewertung der AG umfangreich erörtert.

Bei Heranziehung des Stichtagsbörsenkurses der All 4 One-Aktien würde dies einen Wert pro Aktie in Höhe von Euro 74,75 ergeben. **Dies würde den errechneten Wert der BEKO-Aktie auf Euro 7,88 pro Aktie erhöhen.** Nach den Ausführungen von sei dies jedoch keine passende Bewertungsmethode, da es sich hier um einen österreichischen Bewertungsfall handle und nicht um einen deutschen Fall, obwohl die gegenständliche AG in Deutschland notiert ist. Hier sei seiner Meinung nach (siehe Protokoll vom 25.10.2019) auf die Regelung nach dem Übernahmegesetz abzustellen, welches einen **Beobachtungszeitraum von 6 Monaten zur Berechnung vorsieht.**

Soweit überblickbar gibt es in Österreich zu dieser Frage keine Rechtsprechung. Es ist jedoch zu berücksichtigen, **dass die Minderheitsaktionäre zum Zeitpunkt des Gesellschafterausschlusses nicht verkaufen wollten, vielmehr wurden sie ausgeschlossen.** Zum Zeitpunkt des Ausschlusses hält die Gesellschaft Aktien mit einem Tageskurs von **Euro 74,75. Die Gesellschaft verfügt zu diesem Zeitpunkt über entsprechende Vermögenswerte.** Die vom Sachverständigen vorgenommene Bewertung berücksichtigt betriebswirtschaftliche Überlegungen, die grundsätzlich zur Bewertung der Angemessenheit einer Barabfindung heranzuziehen sind. Die aufgeworfene Frage kann im Rahmen der rechtlichen Beurteilung jedoch nicht durch Unterstellung einer derart dynamischen Form der Ergebnisbetrachtung gesehen werden. **Die rechtlichen Vorgaben zielen nicht unmittelbar auf die Beantwortung dieser Spezialfrage ab.**

Doch ist aus Sicht des Erstgerichtes im Rahmen der rechtlichen Beurteilung die Frage, wie eine angemessene Abfindung zu berechnen ist, durchaus auch unter statischen Gesichtspunkten zu beurteilen. Wäre eine tagesaktuelle Verwertung der gehaltenen Aktien möglich, so würde der Berücksichtigung dieses tagesaktuellen Wertes ein hohes Maß an Berechtigung zukommen. Sohin ist die Frage zu klären, wer - bei der im Rahmen der rechtlichen Beurteilung vorzunehmenden Abwägung - den Nachteil in dieser Konstellation zu tragen hat. Aus Sicht des Erstgerichts bestimmen die Hauptgesellschafter nicht nur den Zeitpunkt des Ausschlusses, sondern vielmehr diesen Umstand an sich. Es liegt sohin in den Händen der Mehrheitsgesellschafter, diesen Ausschluss vorzunehmen.

Lediglich im Bereich der Marktrisikoprämie wurden unterschiedliche Ansätze für die Bewertung von inländischen und ausländischen Konzernunternehmen gewählt. **Diese Differenzierung allein erfordert keine SOTP-Bewertung, da Länderrisiken auch im Rahmen einer Konzernbewertung berücksichtigt werden können.**

IV.4. EBIT-Marge

Da es sich beim Bewertungsobjekt um ein Dienstleistungsunternehmen handelt, kommt Kapitalrenditen wenig Aussagekraft zu. Die Performance des Unternehmens kann daher – wie vom Sachverständigen ausgeführt - **anhand der Entwicklung der Umsatzrenditen, insbesondere der EBIT-Marge, beurteilt werden.** Es wurde daher für die Rentenphase unterstellt, dass die EBIT-Marge im Zeitablauf jeweils konstant auf dem Niveau des letzten Jahres der Grobplanungsphase bleibt. Im Gutachten wurde dagegen für die Rentenphase von einer konstanten nachhaltigen Umsatzrentabilität auf dem Niveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgegangen.

Um die Konsistenz der Annahmen zu Wachstumsrate, Renditeerwartungen und Thesaurierung in der Rentenphase zu gewährleisten, ist nach Rz 29 der Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 04.11.2015 der Ermittlung des Terminal Value ein konsistentes Wachstumsmodell zugrunde zu legen. Nach der Empfehlung kommt dafür insbesondere das sogenannte Value Driver-Modell von Cope-land/Koller/Murrin in Frage. Das Value Driver-Modell geht davon aus, dass Wachstum bzw. die wachstumsbedingte Erhöhung von Aktiva in der Rentenphase zum Teil durch Gewinneinbehalte finanziert werden muss. Dabei wird allerdings unterstellt, dass das erforderliche Ausmaß der Thesaurierung von Gewinnen entscheidend von der Rendite der wachstumsbedingten Nettoinvestitionen abhängt, die als Buchrendite in Form des RONIC (Return on New Invested Capital) ausgedrückt wird.

Da das Thesaurierungserfordernis der BEKO als Dienstleistungsunternehmen nicht entscheidend von der Rendite wachstumsbedingter Nettoinvestitionen abhängt, lassen sich die Prämissen des Value Driver-Modells nicht sinnvoll auf das Geschäftsmodell der BEKO übertragen. Vor diesem Hintergrund hat nachvollziehbar den Thesaurierungsbedarf der BEKO in der Rentenphase unmittelbar aus dem bei konstanter Kapitalstruktur durch Eigenkapital (bzw. Gewinneinhalten) zu finanzierenden Anteil der wachstumsbedingten Erhöhung von Aktiva abgeleitet. Dadurch wird angenommen, dass das bilanzielle Eigenkapital während der Rentenphase mit der konstanten Wachstumsrate wächst. Das Wachstum des Eigenkapitals muss durch entsprechende Gewinneinbehalte bewerkstelligt werden.

Der Ansicht des Sachverständigen, dass die Annahme einer Veräußerung des Aktienpakets an der All4One über die Börse nicht dem Grundsatz der „bestmöglichen Verwertung“ entsprechen würde und auch wegen der damit verbundenen Unwägbarkeiten keine taugliche Grundlage zur Schätzung des Verwertungserlöses bieten würde, ist entgegenzuhalten, dass aus Sicht des Erstgerichts die Frage der Verwertungsmöglichkeit und der Verwertung an sich **nicht mit der Frage der Angemessenheit der Barabfindung vermengt werden darf**. Der Wert des Tageskurses ist unbestritten **und diesen Wert hatte die Gesellschaft am Tag des Ausschlusses der Minderheitsgesellschafter in seinen Büchern**. Auch die Annahme, dass die BEKO das Aktienpaket an der All4One auch nach dem **Bewertungsstichtag in ihrem Vermögen hält**, ändert diese Ansicht nicht.

Aus den angeführten Gründen ist aus Sicht des Erstgerichts der Wert des Aktienpakets an der All4One **durch den stichtagsbezogenen Börsenkurs zu ermitteln**.

IV.3. Länderrisiko

Zum Länderrisiko ist auszuführen, dass dieses in der Höhe von 3% aus den Gutachten als gängigste Prognose hervorgeht und hat sich auch für 2015 und Folgejahre so bewahrheitet hat. Dies kann daher auch im Rahmen dieser Entscheidung so übernommen werden. Die rechtliche Beurteilung baut auch darauf auf, dass auf Basis der Ergebnisse des Gutachtens und der beschriebenen Aufwertung des Beteiligungsbesitzes im Rahmen der Bemessung der Barabfindung vom Sachverständigen der Unternehmenswert der BEKO von ca. Euro 59,7 Mio auf die operativen Einheiten und das Vermögen des nicht operativen Bereichs aufgeteilt wurde. Es zeigt sich, dass der weitaus überwiegende Teil des ermittelten Unternehmenswerts auf das Vermögen des nicht operativen Bereichs entfällt, dessen Wert mit ca. Euro 43,4 Mio geschätzt wurde. Dies entspricht rd. 73% des gesamten errechneten Unternehmenswerts. Der Wert der operativen Einheiten (incl. Holdingkosten) schlägt hingegen auf Basis des Gutachtens mit insgesamt rd. EUR 16,2 Mio zu Buche, was einem Anteil am gesamten errechneten Unternehmenswert von lediglich rd. 27% entspricht. **Im Gutachten wurde der Wert der BEKO Holding AG zum 30.04.2015 formal nach der SOTP-Methode durch Addition der isoliert ermittelten Unternehmenswerte der einzelnen Konzernunternehmen errechnet**. Die Bewertung der einzelnen Konzernunternehmen erfolgte jedoch weitgehend einheitlich auf der Grundlage desselben Bewertungsverfahrens und unter Zugrundelegung identischer Bewertungsparameter.

Der Ansicht der Lehre hinsichtlich des Vorliegens einer beträchtlichen Abweichung bei einer Notwendigkeit zur Erhöhung des Umtauschverhältnisses um 15 – 20% folgend, liegt auch gegenständlich eine beträchtliche Abweichung vor: Zum Zeitpunkt der Antragstellung wurde das Umtauschverhältnis mit Euro 5,80/Aktie festgelegt, das Sachverständigengutachten und dem folgend das Gremialgutachten und das zuständige Gericht kamen zu dem Ergebnis, dass ein Umtauschverhältnis von Euro 7,05/Aktie angemessen ist. Nunmehr wurde aufgrund der vorliegenden Verfahrensergebnisse und der obigen rechtlichen Ausführungen eine Barabfindung von Euro 7,88 festgesetzt. Dementsprechend weicht das ursprünglich festgelegte Umtauschverhältnis um **Euro 2,08/Aktie und damit um 35,86 % ab**. Dies stellt im Einklang mit der zutreffenden Ansicht der Lehre eine **beträchtliche Abweichung** des Umtauschverhältnisses dar. Auf Grund dessen war nach Billigkeitserwägungen der übernehmenden Gesellschaft **die Kostenersatzpflicht der rechtsfreundlichen Vertretung der Antragsteller iSd § 225I Abs 2 AktG aufzuerlegen**.

Da der Antrag auf Überprüfung einen zweckentsprechenden Verfahrensaufwand iSd § 225I Abs 1 AktG darstellte und schlussendlich eine beträchtliche Abweichung des Umtauschverhältnisses vorlag, wäre es unbillig die Kosten des Überprüfungs- und Gremialverfahrens sowie des gemeinsamen Vertreters den Antragstellern zu übertragen.

Die Antragsgegnerin trifft damit die Pflicht zum Ersatz der Kosten des Überprüfungs- und Gremialverfahrens sowie des gemeinsamen Vertreters und der rechtsfreundlichen Vertretung der Antragsteller.

Gemäß § 78 Abs. 2 AußStrG bleibt die konkrete Bestimmung der Kosten vorbehalten. Grundsätzlich ist bereits an dieser Stelle auszuführen, dass gemäß § 10 Z 5 RATG in Firmenbuchsachen **das Gesamtkapital als Bemessungsgrundlage heranzuziehen ist**. *Kalls* regt allerdings an, den **Gesamtwert des Erhöhungsbetrages als Bemessungsgrundlage heranzuziehen** (vgl. *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung² § 225I AktG Rz 9). Demgegenüber äußert *Szep*, dass die Heranziehung des Gesamtwerts des Erhöhungsbetrages als Bemessungsgrundlage nicht dem tatsächlichen Interesse, welches mit der Antragstellung verfolgt werde, Rechnung trage. Ausführungen worin dieses Interesse, außer dem Erreichen einer Erhöhung des Umtauschverhältnisses, bestünde, wurden allerdings unterlassen (vgl. *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III⁶ § 225I Rz 6). Dieser Ansicht ist daher insofern zu widersprechen, als es den Aktionären im Wesentlichen darauf ankommen wird, **eine Erhöhung des Umtauschverhältnisses zu erreichen und dementsprechend der Umfang dieser Erhöhung den in Streit stehenden Betrag darstellt**. Hinzukommt, dass die Heranziehung des Kapitalbetrages für die Antragsteller **eine unsachgemäße Hürde in Form eines beträchtlichen Kostenrisikos darstellen würde** (zutreffend *Kalss* aaO).

Der Thesaurierungsbedarf einer Periode entspricht somit dem Produkt aus Wachstumsrate und Eigenkapital zum jeweiligen Periodenbeginn.

Im Gutachten wurde für die Rentenphase von einer Vollausschüttung der Jahresüberschüsse ausgegangen.

Das vorliegende Ergebnis wird auch nicht dadurch erschüttert, dass die Beurteilung des Sachverständigen zum Teil auf einer eingeschränkten Informationsbasis, vereinfachenden Annahmen und Näherungen aufzusetzen war.

IV.5. Schlussfolgerungen

Auch unter Hinweis auf diese Einschränkungen ist die den ausgeschlossenen Aktionären angebotene Barabfindung von EUR 5,80 je Aktie aufgrund der Ergebnisse vorliegenden Ergebnisse nicht angemessen. Vielmehr ist unter Zugrundelegung der Ergebnisse des Sachverständigen und unter Berücksichtigung der Anpassung dieses Wertes im Rahmen der rechtlichen Beurteilung durch Berücksichtigung einer **tagesaktuellen Bewertung der All 4 One-Aktien die Angemessenheit der Barabfindung mit Euro 7,88 pro Aktie anzusetzen.**

IV.6. Kostenentscheidung

Zur Kostenentscheidung ist grundsätzlich auszuführen, dass gemäß des zum Ausschlusszeitpunkt in dieser Form geltenden § 225l Abs 1 AktG die Kosten des Überprüfungs- und Gremialverfahrens sowie des gemeinsamen Vertreters zunächst die übernehmende Gesellschaft zu tragen hat. Die Kosten können den antragstellenden Aktionären **nach Billigkeit** auferlegt werden, sofern diese zu einem bestimmten Zeitpunkt voraussehen konnten, dass sie einen nicht zweckentsprechenden Verfahrensaufwand verursachen (§ 225l Abs 1 AktG).

Die Kosten der rechtsfreundlichen Vertretung hat jede Seite zunächst selbst zu tragen. Diese Kosten können aber nach Billigkeit ganz oder zum Teil der übernehmenden Gesellschaft auferlegt werden, **sofern beträchtliche Abweichungen vom angemessenen Umtauschverhältnis vorliegen** (§ 225l Abs 2 AktG).

Die Frage wann eine solche beträchtliche Abweichung vorliegt, wurde noch nicht höchstgerichtlich ausjudiziert. Die Lehre nimmt allerdings eine beträchtliche Abweichung an, wenn die bei der Unternehmensbewertung **unvermeidliche Bewertungsbandbreite überschritten und ein Umtauschverhältnis festgelegt wurde, das im Überprüfungsverfahren eine Erhöhung um mindestens 15 bis 20 % erfährt** (vgl *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung² § 225l AktG Rz 8).