

# Beglaubigte Abschrift

**Landgericht München I**

Az. 5HK O 20316/09



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-  
den Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichter  
nach mündlicher Verhandlung vom 28.10.2010 und 4.9.2014 am 19.12.2014 folgen-  
den

### **B e s c h l u s s :**

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 18,14 je auf den Namen lautende Stückaktie der EPCOS AG werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert sowie der Wert der für die Festsetzung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.



## Gründe:

### A.

1. a. Die ordentliche Hauptversammlung der EPCOS AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) vom 20.5.2009 fasste unter Tagesordnungspunkt 8 den Beschluss, die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer Barabfindung von € 18,14 je Stückaktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Der Unternehmensgegenstand der über ein in 66.431.000 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien eingeteiltes Grundkapital verfügenden Gesellschaft lag entsprechend der Satzung in der unmittelbaren oder mittelbaren Tätigkeit auf dem Gebiet der Forschung, Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb elektronischer Bauelemente, elektronischer Systeme und Software sowie der Erbringung damit zusammenhängender Dienstleistungen. Die Geschäftssegmente der EPCOS AG umfassen Kondensatoren und Induktivitäten, Keramische Bauelemente sowie Oberflächenwellen-Komponenten. Die wichtigsten Abnehmerbranchen sind die Automobil-Elektronik, die Informations- und Kommunikationstechnik sowie die Industrie- und Konsumelektronik.

Am 23.1.2009 gab die EPCOS AG, deren Aktien seit dem 15.10.1999 zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen waren, die geplante Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte mittels ad hoc-Mitteilung bekannt. Im Zeitraum vom 23.10.2008 bis zum 22.1.2009 betrug der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs entsprechend den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht € 18,14.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 20.5.2009 erstattete  
(im Folgenden: )



ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Gesellschaft (Anlage ASt 2 im hinzuverbundenen Verfahren 5HK O 1753/10). Die Wirtschaftsprüfer von [redacted] ermittelten dabei in Anwendung der Ertragswertmethode mit einer die Geschäftsjahre 2008/2009 bis 2012/2013 umfassenden Detailplanungsphase einen Unternehmenswert von € 1,0966 Mrd., was einem Wert von € 16,45 je Aktie entsprach. Bei der Kapitalisierung der künftigen Überschüsse legte [redacted] einen Basiszinssatz von 4 Prozent vor Steuern, einen unter Heranziehung des (Tax-)CAPM ermittelten Risikozuschlag von jeweils 5 % in den Geschäftsjahren 2008/2009 und 2012/2013 sowie in der Ewigen Rente und von 5,4 % im Geschäftsjahr 2009/2010, von 5,3 % im Geschäftsjahr 2010/2011 und von 5,1 % im Geschäftsjahr 2011/2012 zugrunde. Dieser Wert wurde über eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach persönlichen Steuern und einem periodenspezifischen Beta-Faktor zwischen 1,10 und 1,20 ermittelt, wobei der Beta-Faktor aus sechs Unternehmen bestehenden Peer Group abgebildet wurde. Unter Abzug eines Wachstumsabschlages von 1,75 % setzten die Wirtschaftsprüfer von [redacted] in der Ewigen Rente einen Kapitalisierungszinssatz von 5,1 % an.

Die vom Landgericht München I bestellten Abfindungsprüfer [redacted] gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 24.03.2009 (Anlage AG 1) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin über den Börsenkurs festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von [redacted] vom 20.03.2009 (Anlage ASt 2 im hinzuverbundenen Verfahren 5HK O 1730/10) und die von den Wirtschaftsprüfern [redacted] und [redacted] erstellten Prüfungsbericht (Anlage AG 1) Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze Out wurde am 22.10.2009 in das Handelsregister des Amtsgericht München eingetragen und anschließend am



28.10.2009 in den elektronischen Handelsregisterveröffentlichungen bekannt gemacht, nachdem die Gesellschaft bereits am 22.10.2009 die Veröffentlichung mittels ad hoc-Mitteilung veranlasst hatte. Am Tag der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister waren die Antragsteller zu 1) bis 6), zu 8) bis 14), zu n16) bis 19), zu 21) bis 30), zu 36) bis 49), zu 51) und 52), sowie zu 54) bis 77), zu 79) bis 82), zu 84) bis 103) sowie zu 106) bis 120) Aktionäre der EPCOS AG.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 28.1.2010 beim Landgericht München I zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgesetzte Barabfindung von € 18,14 stelle sich als zu niedrig und daher unangemessen dar, weshalb sie erhöht werden müsse.

a. Der Unternehmenswert liege deutlich höher als in dem Gutachten von \_\_\_\_\_ bzw. dem Prüfungsbericht von \_\_\_\_\_ angenommen.

(1) Dies ergebe sich bereits aus der Vernachlässigung eines Betrages von jeweils rund € 125 Mio. für Investitionen mit einer daraus zu generierenden Umsatzsteigerung in Phase I von knapp 60 % in vier Jahren. Daraus resultiere dann auch die Folge eines nicht plausiblen Wachstumsabschlages von 1,75 % in der Ewigen Rente. Angesichts des zunehmenden privaten Konsums und der Kompensation des Einbruchs in der Automobilindustrie ab 2010/2011 nach der Krise seien die Prognosen in Phase I zu vorsichtig gerechnet. Im Bereich „Kondensatoren und Induktivitäten“ hätten neben dem Wachstum durch die Übernahme des Aluminiumfolien-Herstellers Becromal S.p.A., Mailand und des Joint Venture mit dem chinesischen Unternehmen Anhui Feida Industry Stock Co. Ltd. (im Folgenden: Anhui) auch ein Wachstum für die bisherigen Unternehmensteile dieses Bereichs angesetzt werden müssen. Die Umsatzplanung im Segment „Keramische Bauelemente“ stelle sich nicht als plausibel dar, wenn erst wieder im Geschäftsjahr 2012/2013 das Niveau von 2006/2007



erreicht werde; dieser Planansatz sei unvereinbar mit der Annahme einer ab 2009/2010 eintretenden Entspannung. Zu pessimistisch sei auch die Planung für die Automobil-Elektronik im Geschäftsjahr 2010/2011 mit einem Ansatz von 20 % unter dem Wert von 2007/2008. Nicht begründet werden könne auch das Erreichen des Bruttoergebnisses von 20,3 % und damit des Niveaus von 2007/2008 erst wieder im Geschäftsjahr 2012/2013. Die Planung stelle sich auch deshalb als unplausibel dar, weil nach hohen Wachstumsraten zu Beginn der Detailplanungsphase diese dann nicht fortgeschrieben worden seien. Das Weiterrechnen mit unbereinigten Daten beim E-BIT bzw. der EBIT-Marge stelle sich als unzulässig dar.

Auf der Aufwandseite leide die Planung an dem nicht sachgerechten Ansatz einer Kostensteigerung von 5 bis 7 % trotz eines weiteren Abbaus von rund 6.100 Mitarbeitern, nachdem der Schwerpunkt der Verwaltungs- und Vertriebskosten bei den Löhnen liege. Die Refinanzierung der Wandelanleihe mit 8,5 % müsse gleichfalls hinsichtlich des Zinssatzes reduziert werden.

Namentlich der Rückgang des EBIT vom Geschäftsjahr 2012/2013 auf das Geschäftsjahr 2013/2014 in einer Größenordnung von 25 % von € 218 Mio. auf € 144,6 Mio. müsse als deutlich zu negativ angesehen werden. Auch im Geschäftsjahr 2009/2010 stelle sich ein EBIT in Höhe von 3,5 % vom Umsatz als sehr konservativ dar nach Werten von 7,1 % bzw. 7,4 % vor der Krise. Gleichfalls fehle dem Ansatz des Rückgangs der EBIT-Marge und des ausschüttungsfähigen Ergebnisses in der Ewigen Rente angesichts der Stärke des Unternehmens und der Entwicklung in der Vergangenheit die Plausibilität, zumal man Innovationen sowie die Verlagerung in Niedriglohnländer stärker berücksichtigen müsse. Der Ansatz von 6,5 % als EBIT-Marge in der Phase II nach einem Wert von 8,8 % im letzten Planjahr lasse sich nicht rechtfertigen.



Vorhandene Liquidität dürfe nicht mit einem geringeren Zinssatz verzinst werden als mit dem zur Abzinsung herangezogenen Kapitalisierungszinssatz.

Anstelle der Tilgung von Fremdkapital hätte eine Thesaurierung in den Jahren 2009/2010 bis 2011/2012 als Wertbeitrag in die Unternehmensbewertung einfließen müssen. Nicht sachgerecht stelle sich der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 40 % im Terminal Value angesichts des Ausschüttungsverhaltens in der Detailplanungsphase und einer Ausschüttungsquote von 25 % in der Branche dar. Der Ansatz einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von ca. 13,2 % inklusive Solidaritätszuschlag müsse als wirklichkeitsfremd und systemwidrig bezeichnet werden.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz müsse gesenkt werden. Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 4 % sei zu hoch, weil auf das zum Stichtag bestehende niedrigere Zinsniveau für langlaufende Bundesanleihen abgestellt werden müsse. Das zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als bereits ungeeignet zur Feststellung der Marktrisikoprämie dar, wobei dies vor allem gelte, wenn methodisch fehlerhaft das arithmetische Mittel mit einjährigem Anlagehorizont herangezogen werde. Weiterhin hätte das unternehmenseigene Beta in einer Größenordnung von 0,4 bzw. 0,7 oder 0,77 anstelle des über eine – ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte – Peer Group herangezogen werden müssen. Der Wachstumsabschlag müsse erhöht werden angesichts der starken Positionierung der Gesellschaft innerhalb einer Wachstumsindustrie. Zur Vermeidung eines effektiven Schrumpfens des Unternehmens in der Ewigen Rente müsse der Wachstumsabschlag jedenfalls in Höhe der erwarteten Inflationsrate von rund 2 bis 3 % angesetzt werden.
- (3) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der EPCOS AG müsse mit höheren Werten angesetzt werden. Dies gelte zunächst für ein in ex-



ponierter Lage gelegenes Grundstück in Málaga ebenso wie für den Ansatz der Betriebswohnung der Tochtergesellschaft Becromal in Mailand. Auch bedeute der Ansatz des Werts der Tochterunternehmen in der Schweiz, in Polen, Südkorea sowie in Taiwan nur mit dem Eigenkapital bzw. dem Beteiligungsbuchwert eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre, weil der tatsächliche Wert regelmäßig höher liege. Zudem müsse der Wert der Marke „EPCOS“ ebenso im nicht betriebsnotwendigen Vermögen als Sonderwert angesetzt werden wie der Wert steuerlicher Verlustvorträge.

- b. Der Börsenwert der Gesellschaft sei zu niedrig angesetzt, weil in dem maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung der Börsenkurs über dem Wert von € 18,14 gelegen habe.
  - c. Die Bewertung stelle sich auch wegen der unterbliebenen Ermittlung des Substanzwerts und des Liquidationswerts als fehlerhaft dar.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen darauf, eine Reihe von Antragstellern habe die Anträge nicht fristgerecht beim Landgericht München I eingereicht und ihre Antragsberechtigung nicht durch Vorlage von Auszügen aus dem Aktienregister nachgewiesen. Vor allem aber stelle sich der über dem Börsenkurs ermittelte Wert der Gesellschaft als angemessen und daher zutreffend dar, weshalb eine Erhöhung ausscheide.
- a. Der Unternehmenswert der EPCOS AG liege unter dem Wert ihrer Marktkapitalisierung, weshalb jedenfalls aus diesem Grund die Anträge zurückzuweisen seien:
    - (1) Angesichts des Heranziehens umfangreicher Marktdaten unter Bezugnahme auf Marktstudien zur Plausibilisierung könne nicht von ei-



ner zu konservativen Planung ausgegangen werden. Die Planung der Gesellschaft berücksichtige dabei angemessen sowohl die durch die Auswirkungen der Finanzkrise erwarteten Umsatzrückgänge als auch die Entspannung der gesamtwirtschaftlichen Situation in den nachfolgenden Planjahren. Das erste Planjahr berücksichtige bereits die sich aus der im Jahr 2008 erfolgten Übernahme von Becromal ergebenden Zuwächse ebenso wie die aus der ebenfalls im November 2008 erfolgten Gründung des Gemeinschaftsunternehmens mit der Anhui resultierenden zusätzlichen Umsatzvolumina. Angesichts des Vorhandenseins von Fixkostenbestandteilen könne der erwartete Umsatzrückgang nicht in gleichem Umfang auf die Aufwandsseite übertragen werden, zumal es aus der Integration von Becromal und Anhui nicht nur Kostenreduktionen gebe. Bei den Vertriebs- und Verwaltungskosten könne es ebenso wenig wie bei den Herstellkosten zu einer in Relation zum Umsatz proportionalen Reduzierung kommen. Daher verschlechtere sich die Umsatzrelation der Vertriebskosten im Geschäftsjahr 2008/2009, während es bis zum Ende des Planungszeitraums zu einer deutlichen Verbesserung komme. Die Gesellschaft habe nach der Abwicklung des freiwilligen Übernahmeangebots der  im Rahmen eines faktischen Konzernverhältnisses Synergien realisieren können; aufgrund bestehender Unsicherheiten der Abgrenzung zwischen an sich nicht berücksichtigungsfähigen echten und zu berücksichtigenden unechten Synergien habe man auf eine Unterscheidung im Detail verzichtet und echte wie auch unechte Synergien vollumfänglich und damit Wert erhöhend zum Vorteil der Minderheitsaktionäre in die Bewertung einbezogen.

Die Ausschüttungsprämisse jeweils zum 31.1. eines Jahres stelle sich als realitätsnahe Annahme dar angesichts der in den Jahren 2001 bis 2009 regelmäßig im Zeitraum zwischen Februar und Mai liegenden Hauptversammlungen der EPCOS AG. Die angesetzten Ausschüttungsquoten müsse man nicht korrigieren. Seit der Ablö-



sung des Halbeinkünfteverfahrens durch die Abgeltungssteuer sei die Annahme eines steuerfreien Aktienverkaufs angesichts der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen nicht geboten und auch nicht mehr sachgerecht. Die Unternehmensbewertung bilde das thesaurierungsbedingte Wachstum sachgerecht ab. In den Jahren 2009/2010 bis 2011/2012 seien die Wertbeiträge aus Thesaurierung zur Rückführung von Fremdkapital und damit wertoptimiert herangezogen worden angesichts der überdurchschnittlich hohen Fremdkapitalkonditionen zum Bewertungsstichtag.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe keiner Korrektur. Der Ansatz der Ableitung des Basiszinssatzes auf der Basis der zum Bewertungsstichtag geltenden Zinsstrukturkurve stelle sachgerecht die Laufzeitäquivalenz zwischen den Zahlungsströmen des zu bewertenden Unternehmens her und sei vorzugswürdig gegenüber dem Rückgriff auf Umlaufrenditen öffentlicher Anleihen mit einer festen (Rest-)Laufzeit von zehn oder mehr Jahren. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie unter Rückgriff auf das (Tax-)CAPM sei eine sachgerechte, gegenüber einer pauschalen Vorgehensweise vorzugswürdige Methode, die auch in der Rechtsprechung weithin akzeptiert werde. Dabei stelle sich das arithmetische Mittel als zutreffende Methode dar und führe zu einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern. Das unternehmensindividuelle Risiko müsse über eine Peer Group ermittelt werden, nachdem es dem unternehmenseigenen Beta an Aussagekraft fehle; dies habe sich im Zeitraum nach der Bekanntgabe des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebotes kontinuierlich auf 0,4 im Mai 2009 verschlechtert, während das Niveau der Beta-Faktoren der Peer Group-Unternehmen im Zeitraum von Januar 2007 bis Mai 2009 sich stabil zwischen etwa 1,0 und 1,2 bewegt habe. Die Ungeeignetheit des originären Beta der EPCOS-Aktien zeige sich auch an der Entwicklung des Bestimmtheitsmaßes mit Werten nur mehr zwischen 0,2 und 0,04 ab Bekanntgabe der



Entscheidung zur Abgabe des freiwilligen Übernahmeangebots am 31.7.2008. Der Beherrschungsvertrag habe keinerlei Einfluss auf den Beta-Faktor. Der mit 1,75 % angesetzte Wachstumsabschlag bedeute trotz einer starken Präsenz der Gesellschaft in Asien, wo mit einem künftigen Wirtschaftswachstum oberhalb des für Deutschland zu erwartenden Wachstums gerechnet werden müsse, die absolute Obergrenze. Bei deutschen Unternehmen mit einem Fokus auf dem inländischen Markt werde üblicherweise ein Wachstumsabschlag von lediglich 1 % angesetzt.

- (3) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen aus dem Grundstück in Málaga und der Betriebswohnung in Mailand müsse nicht mit einem jeweils höheren Wert angesetzt werden. Für das Grundstück in Málaga seien erhebliche stille Reserven gehoben worden; die Wertermittlung beruhe auf dem sachgerecht angewandten Vergleichswertverfahren. Ebenso angemessen bewertet sei die Betriebswohnung in Mailand aufgrund der durchgeführten Kaufpreisallokation. Im Rahmen der Bewertung nicht betriebsnotwendiger Beteiligungen sei es sachgerecht zum Ansatz des höheren Werts aus anteiligem Eigenkapital und Beteiligungsbuchwert als Sonderwert gekommen. Weitere Sonderwerte müsse man nicht ansetzen. Dies gelte sowohl für die Liquidität angesichts des wegen des Krisenjahres 2008/2009 in den Folgejahren erwarteten höheren Liquiditätsbedarfs als auch für steuerliche Verlustvorträge, die werterhöhend durch eine niedrigere Konzernsteuerquote in der Detailplanungsphase in den Wert eingeflossen seien. Eine separate Bewertung führe daher zu einer Doppelerfassung.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 19.5.2010 (Bl. 132 d.A.)  
zum gemeinsamen Vertreter der nicht  
selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre



bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 133 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung über diese Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie den fehlerhaften Ansatz des Referenzzeitraums zur Ermittlung des Börsenkurses, der richtigerweise erst am Tag der Hauptversammlung ende. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 40 % in der Ewigen Rente stelle sich als rechtlich bedenklich dar; auch begegne der fiktive Ansatz von Veräußerungsgewinnen mit einem Steuersatz von ca. 13,19 % Bedenken. Der Basiszinssatz müsse stichtagsbezogen mit einem dreimonatigen Referenzzeitraum zum Tag der Hauptversammlung ermittelt werden. Das (Tax-)CAPM sei zur Ermittlung des Risikozuschlags zugunsten der empirischen Risikozuschlagsmethode abzulehnen, weshalb der Risikozuschlag deutlich gesenkt werden müsse, während der Wachstumsabschlag auf 2 % zu erhöhen sei. Die Ermittlung des Ertragswertes bedürfe vor allem beim Übergang in die Ewige Rente einer Korrektur, weil es keine plausible Erklärung für den Einbruch des EBIT und das Abfallen der EBIT-Marge im Vergleich zu den beiden letzten Planjahren gebe.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 28.10.2010 hat das Gericht die für die gerichtlich bestellte Abfindungsprüferin

\_\_\_\_\_ tätig gewordenen Abfindungsprüfer

\_\_\_\_\_ und \_\_\_\_\_ angehört. Ferner hat

das Gericht Beweis erhoben gemäß Beschluss vom 28.4.2011 (Bl. 466/468 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens der Sachverständigen \_\_\_\_\_ und \_\_\_\_\_ sowie gemäß Beschluss vom 10.4.2014 (Bl. 807/811 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Ergänzungsgutachtens der Sachverständigen. Ferner hat das Gericht die Sachverständigen gemäß Beschluss vom 10.4.2014 (Bl. 807/811 d.A.) und vom 29.8.2014 (Bl. 950/951 d.A.) im Termin vom 4.9.2014 zur Erläuterung ihrer Gutachten mündlich angehört. Die Sachverständigen haben zudem entsprechend einem Beschluss des Gerichts im Termin vom 4.9.2014 eine ergänzende schriftliche Stellungnahme sowie aufgrund ei-



ner Bitte des Vorsitzenden eine Aufstellung der Bid-Ask-Spreads der EPCOS AG nachgereicht. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer und der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 28.10.2010, Bl. 370/400 d.A.); die schriftlichen Gutachten der Sachverständigen vom 27.12.2013 (Bl. 550/739 d.A.) und vom 7.8.2014 (Bl. 876/926 d.A.), ihre ergänzenden Stellungnahme vom 29.9.2014 (Bl. 988/992 d.A.) und die Aufstellung vom 1.12.2014 (Anlage zu Bl. 1024 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 4.9.2014 (Bl. 956/976 d.A.).

- c. Soweit die Antragsteller zu 108) bis 120) ihre Anträge jeweils zunächst an das Landgericht München I adressiert haben, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I nach Verbindung all dieser Anträge zum Verfahren 38 O 1753/10 mit Beschluss vom 5.3.2010, Az. 38 O 1753/10 (Bl. 15/19 d.A. dieses Verfahrens) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I verwiesen. Diese hat die Verfahren mit Beschluss vom 9.3.2010 (Bl. 11 d.A. des Verfahrens 5 HK O 1753/10) – wie alle anderen bei der 5. Kammer für Handelssachen anhängig geworden Anträge auch – zu diesem führenden Verfahren 5 HK O 20316/09 hinzuverbunden.
- d. Folgende Antragsteller haben im Laufe des Verfahrens ihre Anträge zurückgenommen:



Die Antragsgegnerin hat zugesagt, für den Fall von Antragsrücknahmen keine Kostenanträge zu stellen.

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 28.10.2010 (Bl. 370/400 d.A.) und vom 4.9.2014 (Bl. 956/977 d.A.).

## B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie noch zu entscheiden ist – zulässig, jedoch nicht begründet.

## I.

Die Anträge aller noch am Verfahren beteiligten Antragsteller, die ihre Anträge nicht zurückgenommen haben, sind zulässig.



1. Die Antragsbefugnis im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG all dieser Antragsteller ist zu bejahen, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionäre der EPCOS waren. All diese Antragsteller haben den entsprechenden Sachvortrag innerhalb der Antragsfrist geleistet. Soweit die Antragsgegnerin den entsprechenden Sachvortrag der Antragsteller zu 7), zu 31) bis 35), der Antragstellerin zu 50), der Antragstellerin zu 78) sowie der Antragsteller zu 83), zu 104) und zu 105) bestritten hat, haben diese Antragsteller den Nachweis zur Überzeugung des Gerichts erbracht. Dabei durfte der Nachweis auch noch außerhalb der am 28.1.2010 endenden Antragsfrist geführt werden.

- a. Zwar wird in Teilen der Rechtsprechung und Literatur davon ausgegangen, auch der Nachweis der Aktionärsstellung müsse innerhalb der Antragsfrist erbracht werden, weil es sich bei §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, 3 Satz 3 SpruchG um eine gesetzliche Zulässigkeitsvoraussetzung und nicht lediglich um eine Beweisregel handle, zumal der Gesetzgeber einen Nachweis nach Fristablauf während des Gesetzgebungsverfahrens und auch in der Folgezeit im Zusammenhang mit dem Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) abgelehnt habe (so OLG Hamburg AG 2006, 622; KG ZIP 2007, 2352, 2355 ff.; LG Frankfurt am Main ZIP 2005, 859 f.; Klöcker/Frowein, SpruchG, 2004, Rdn. 32 zu § 3; Wasmann in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 12 zu § 4; Bunge/Mennicke BB 2003, 2021, 2025; Redeke EWIR 2008, 123, 124).

Dieser Auffassung kann jedoch mit der heute insbesondere in der höchstgerichtlichen Rechtsprechung vertretenen herrschenden Auffassung nicht gefolgt werden. Es genügt die Darlegung der Aktionärsseignenschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt in der Antragsbegründung, während der Nachweis bis zum Erlass der Entscheidung erbracht werden kann (so insbesondere BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756 ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f.; Drescher in:



Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 20 zu § 3 SpruchG; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 14 zu § 3 SpruchG; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 16 zu § 3 SpruchG). Dies ergibt eine Auslegung der maßgeblichen Vorschriften in §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, Abs. 3 Satz 3 SpruchG, wobei sich der BGH neben gesetzessystematischen Argumenten auch auf die Entstehungsgeschichte stützt. § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG verlangt begrifflich nur die Darlegung der Antragsberechtigung in der Antragsbegründung. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während der Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. Aus dem Verweis auf § 3 Satz 3 SpruchG ergibt sich nichts anderes, weil diese Norm keine eigenständige Nachweispflicht begründet, sondern den Nachweis der Aktionärsstellung unter Ausschluss anderer Beweismittel auf Urkunden beschränkt. Dem Gesetzgebungsverfahren können zur Stützung der Gegenauffassung keine hinreichenden Anhaltspunkte entnommen werden, nachdem eine entsprechende Klarstellung trotz eines Hinweises durch den Deutschen Anwaltverein nicht vorgenommen wurde und die Ablehnung während des nachfolgenden Gesetzgebungsverfahrens zum SEEG im Wesentlichen mit der erst kurze Zeit zuvor erfolgten Novellierung des Spruchverfahrens begründet wurde. Entscheidend ist daneben auch der Zweck der Einführung der Begründungspflicht zu berücksichtigen, die verhindern soll, dass ohne jede sachliche Erläuterung ein Überprüfungsverfahren in Gang gesetzt wird. Dieser Zweck verlangt indes nicht den Nachweis innerhalb der Antragsfrist. Auch ist ein Nachweis insbesondere dann entbehrlich, wenn der Antragsgegner oder die Antragsgegnerin die Stellung als Aktionär nicht bestreitet, weil sie dort bekannt ist. Weiterhin muss beachtet werden, dass der Zugang zu den Gerichten nicht unzumutbar erschwert werden darf und Fristen demzufolge auch bis zuletzt ausgenutzt werden können. In all den Fällen, in



denen es auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Eingangs des Antrags bei Gericht ankommt, könnte ein Antragsteller somit diese Frist nicht ausnutzen, wenn er den Nachweis innerhalb der Drei-Monats-Frist erbringen muss, weil er dann noch die Informationen bei Gericht über den Zeitpunkt des Eingangs vorab erfragen muss.

- b. Der Nachweis wurde dabei durch die allein zulässige Vorlage entsprechender Auszüge aus dem Aktienregister gem. § 67 Abs. 2 AktG geführt. Diese Vorschrift, aufgrund derer im Verhältnis zur Gesellschaft als Aktionär nur gilt, wer als solcher im Aktienregister eingetragen ist, muss bei der Beurteilung der Antragsberechtigung analog angewandt werden, auch wenn sich der Antrag im Spruchverfahren gegen den Alleinaktionär und nicht gegen die Gesellschaft richtet. Der Normzweck des § 67 Abs. 2 AktG umfasst auch die hier gegebene Sachverhaltskonstellation. Zwar hat die Eintragung in das Aktienregister keine konstitutive Wirkung, sondern nur deklaratorische Bedeutung. Es wird eine unwiderlegbare gesetzliche Vermutung für die Aktionärseseigenschaft der eingetragenen Person sowohl zu deren Gunsten als auch zu deren Lasten begründet. Diese Legitimationswirkung des § 67 Abs. 2 AktG bezieht sich nach ihrem Sinn und Zweck auf die Ausübung aller mitgliedschaftlichen Rechte, die sich aus der Aktionärsstellung ergeben. Nicht erfasst werden sollen im Unterschied hierzu die Rechtsbeziehungen zu Dritten, für die es allein auf die materielle Rechtslage ankommt. Auch wenn sich das Spruchverfahren in formeller Hinsicht nach der Regelung in § 5 SpruchG bei einem Squeeze out gegen den Hauptaktionär richtet, hat es seine Grundlage doch in dem mitgliedschaftlichen Verhältnis des Aktionärs zu der Gesellschaft, die Namensaktien ausgegeben hat. Deshalb ist § 67 Abs. 2 AktG auch auf die Berechtigung zur Einleitung eines Spruchverfahrens anwendbar, da hiermit ein höherer Anspruch auf Abfindung gerade wegen des Verlusts des Mitgliedschaftsrechts angestrebt wird (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 667, 669 – Celanese AG; OLG Hamburg NZG 2004, 45; KG AG 2000, 364; LG München I Der Konzern 2010, 196 f. Leuring in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., §



3 Rdn. 13; Wasmann in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 24 zu § 3; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 15; Lieder NZG 2005, 159 ff.; Leuring EWiR 2003, 1165; a.A. Dißlars BB 2004, 1293).

- (1) Die Antragsteller zu 32) bis 36) haben mit Schriftsatz ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 30.4.2014 (Bl. 828 a d.A.) einen Auszug aus dem Aktienregister vorgelegt, aus dem sich klar ergibt, dass sie am 22.10.2009 – also dem Tag der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister – Aktionäre der Gesellschaft waren. Dabei bezeichnet dieser Auszug auch hinreichend deutlich diese Antragsteller.
- (2) Bezüglich der Antragsteller zu 7) und zu 83) muss gleichfalls von einem hinreichenden Nachweis ausgegangen werden. Der Auszug aus dem Aktienregister bezieht sich auf das Datum des 22.10.2009. Ohne weitere Hinweise, dass eine Übertragung der Aktien kraft Rechtsgeschäfts an diesem Tag erfolgt sein könnte, besteht kein Zweifel, dass der Verlust der Aktionärsenschaft an diesem Tag auf der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses beruht.
- (3) Die Antragstellerin zu 50) hat mittlerweile mit Schriftsatz vom 4.12.2014 (Bl. 1026/1030 d.A.) einen klarstellenden Auszug aus dem Aktienregister vorgelegt, aus dem sich nicht nur ergibt, dass sie bis zum 3.11.2009 im Aktienregister der EPCOS AG als Aktionärin eingetragen war, sondern bereits seit dem 27.12.2005 und damit auch am 22.10.2009, dem Tag der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister.
- (4) Die Antragstellerin zu 78) ist ebenfalls antragsberechtigt. Aus dem vorgelegten Auszug aus dem Aktienregister und der Bescheinigung über ihre Berechtigung, den gesamten Depotbestand zu verzeichnen



ergibt sich mit hinreichender Deutlichkeit auch die Befugnis, den Antrag zu stellen. Daher muss insbesondere auch ihre Verfahrensführungsbefugnis bejaht werden, wobei sie von Anfang an hinreichend klar gemacht hat, dass sie die Rechte aus den Aktien in diesem Spruchverfahren wahrnimmt.

- (5) Die Kammer hat auch keinen Zweifel an der Aktionärseigenschaft des Antragstellers zu 104), nachdem dieser mit Schriftsatz vom 4.12.2014 (Bl. 1025 d.A.) einen Auszug aus dem Aktienregister übermittelt hat, wonach er vom 5.5.2009 bis zum 3.11.2009 mit 50 Aktien im Aktienregister der Gesellschaft als Aktionär eingetragen war.
- (6) Der Antragsteller zu 105) hat mit Schriftsatz vom 14.12.2014 (Bl. 1036 d.A.) gleichfalls einen Auszug aus dem Aktienregister übermittelt, wonach er vom 6.5.2009 bis zum 3.11.2009 im Aktienregister der EPCOS AG eingetragen war; dies bedeutet, dass er auch am Tag der Eintragung des Squeeze out in das Handelsregister Aktionär der Gesellschaft war und folglich antragsberechtigt ist.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntgabe des Eintragungsbeschlusses, die entsprechend den Vorgaben des § 10 HGB am 28.10.2009 erfolgte, weshalb die Frist am 28.1.2010 endete. Die Anträge aller Antragsteller gingen zumindest per Telefax am letzten Tag der Frist und damit fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für die am 28.1.2013 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Anträge der Antragsteller zu 116) bis 128). Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung kein Zweifel bestehen, auch wenn der Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für



Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist folgte. Nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut kann dabei die von der Gesellschaft selbst veranlasste Bekanntmachung durch ad hoc-Mitteilung am 22.10.2009 keine Rolle spielen.

3. a. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.
- b. Die Antragsbegründung der Antragsteller zu 59) bis 61) sowie der Antragsteller zu 72) bis 75) entspricht den Anforderungen aus § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 SpruchG, wonach der Antragsteller den richtigen Antragsgegner bezeichnen muss, mithin . Diesen Anforderungen werden die Antragsschriften dieser Antragsteller gerecht, weshalb insoweit nicht von der Unzulässigkeit als Folge der falschen Bezeichnung des Antragsgegners ausgegangen werden kann (zur Rechtsfolge der Unzulässigkeit OLG Düsseldorf NZG 2012, 1181, 1182 = AG 2012, 716, 717 = ZIP 2012, 1713, 1714; LG München I ZIP 2010, 1925, 1926; Wasmann in:



Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 5 SpruchG Rdn. 2; Klöcker/Frowein, SpruchG, § 5 Rn. 1; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 5 Rdn. 1; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026 f.; Wasmann WM 2003, 821, 824; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1261; a.A. – eine Frage der Begründetheit – Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § SpruchG Rdn. 13 und § 5 SpruchG Rdn. 1; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 11 Rdn. 11; Krieger/Mennicke in: Lutter, UmwG, 4. Aufl., Rdn. 11 zu § 4 SpruchG). Die Benennung „Geschäftsführung der Antragsgegnerin“ durch die Antragsteller zu 59) bis 61) ist so auszulegen, dass damit tatsächlich die Gesellschaft und nicht deren Organe gemeint sein sollen. Dies ergibt eine Auslegung des Antrags unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck insbesondere auch verfahrensrechtlicher Vorschriften. Verfahrensrecht dient der Verwirklichung eines subjektiven Rechts. Auch wenn bei der Auslegung von Verfahrenserklärungen die allgemeinen Grundsätze des materiellen Rechts und dabei vor allem auch des § 133 BGB zur Anwendung gelangen, ist maßgeblich der objektive, dem Empfänger vernünftigerweise erkennbare Sinn. Im Zweifel ist davon auszugehen, dass ein Beteiligter das erstrebt, was nach den Maßstäben der Rechtsordnung vernünftig und der Recht verstandenen Interessenlage der Beteiligten entspricht (vgl. BGH NJW-RR 2000, 1446; Zöller-Greger, ZPO, 30. Aufl., § 128 Rdn. 25). Da Verfahrensrecht somit kein Selbstzweck ist, sondern der Verwirklichung subjektiver Rechte dienen soll, muss vorliegend insbesondere beachtet werden, dass die Antragsgegnerin in dem Schriftsatz tatsächlich benannt ist – wenn auch in Kombination mit ihren Organen. Allerdings ist keine andere Gesellschaft in dem Schriftsatz angeführt gewesen als die Hauptaktionärin. Dies wird insbesondere auch dadurch deutlich, dass vor allem auf Seite 2 der Antragsschrift im hinzuverbundenen Verfahren 5HK O 1272/10 die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin klar beschrieben ist, die sich verpflichtete, den ausgeschiedenen Aktionären einen Abfindungsbetrag von € 18,14 zu erstatten. Ganz entscheidend ist weiterhin auf Seite 2 unter „2. Antragsgegner“ auch klargestellt, dass An-



tragsgegnerin die Hauptaktionärin ist, also die in der Antragsschrift bezeichnete . Dann aber wird hinreichend deutlich, dass sich der Antrag nicht gegen die Mitglieder der Organe, sondern gegen die juristische Person richtet.

Diese Erwägungen gelten in gleicher Weise auch hinsichtlich der Antragsteller zu 72) bis 75). Diese haben in – fast noch deutlicherer – Art und Weise auf Seite 2 ihres Antrages durch Fettdruck hervorgehoben, dass die Antragsgegnerin ist.

- c. Die Antragstellerinnen zu 46) und 47) sind noch am Verfahren beteiligt, nachdem ihr Vorstand mit Schriftsatz vom 10.3.2011 klargestellt hat, dass sich die Rücknahme im Schriftsatz vom 19.1.2014 nur auf ihn als natürliche Person bezogen hat, nicht aber auf die beiden Aktiengesellschaften, deren Vorstand er auch ist.

## II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 18,14 je Aktie unter Berücksichtigung des Börsenkurses zutreffend festgesetzt wurde, nachdem der mittels der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert der EPCOS AG aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts nicht höher liegt.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also



den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Ansatz eines Börsenkurses von € 18,14 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens der Antragsgegnerin durch Ad hoc-Mitteilung der EPCOS AG vom 23.1.2009 ist rechtlich zutreffend erfolgt und folglich nicht zu beanstanden.
  - a. Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh §



11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

- (1) Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe funda-



mentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichts-



punkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvorschlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327 b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Wei-



terhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08).

- (2) Eine Ausnahme von diesem Grundsatz der Anknüpfung an den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe des Abfindungsverlangens kann vorliegend nicht bejaht werden. Zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und deren Umsetzung liegt kein längerer Zeitraum, angesichts dessen eine Anpassung der Börsenkurse an die mit der Bekanntgabe der Maßnahme eingetretene Entwicklung erforderlich wäre (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Die Bekanntgabe des geplanten Squeeze out erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 23.1.2009. Die Hauptversammlung der EPCOS AG fand am 20.5.2009 statt, so dass zwischen den beiden Zeitpunkten ein Zeitraum von nicht einmal vier Monaten lag. Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von knapp vier Monaten am unteren Rand des-



sen, was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

- b. Ohne Bedeutung sind daher die Börsenkurse, wie sie innerhalb eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Hauptversammlung erzielt wurden. Ebenso wenig kann es aus den soeben beschriebenen Gründen auf den letzten Börsenkurs vor der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister ankommen.
2. Eine höhere Barabfindung lässt sich nicht auf der Basis des Unternehmenswertes der EPCOS AG begründen, weil dieser nicht so hoch ist, als dass er den Wert von € 18,14 je Aktie erreichen würde. Der Unternehmenswert der Gesellschaft übersteigt keinesfalls den Wert der Marktkapitalisierung, der sich unter Anwendung des gewichteten Börsenkurses auf € 1.209.616.378,-- beläuft.

Der in diesem Zusammenhang maßgebliche Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht



die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; Beschluss vom



24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Gesellschaft keiner Korrektur.

(1) Die Grundstruktur der Planung und deren Überprüfung zur Ermittlung des Unternehmenswertes können nicht beanstandet werden, auch wenn es vor der Hauptversammlung Anpassungen im Vergleich zu der turnusmäßigen Planung für das Geschäftsjahr 2008/2009 gab.

(a) Dabei setzten sich die Abfindungsprüfer eingehend mit der Analyse der Vergangenheitszahlen als Basis der in die Zukunft gerichteten Planannahmen auseinander und beschäftigten sich dabei insbesondere auch mit der zu beobachtenden Planungstreue. Dabei verwiesen sie auf eine teilweise Über- und eine teilweise Unterschreitung der Planansätze in den Jahren der Vergangenheitsanalyse entsprechend auch den Ausführungen im Bewertungsgutachten von . Die Ursachen lagen dabei vor allem in Währungsrisiken, wobei gerade die Entwicklung des Wechselkurses des EURO zum US-\$ nicht einfach prognostiziert werden kann. Darauf beruhende Abweichungen in der Vergangenheit sind folglich nicht geeignet, Rückschlüsse auf ein untaugliches Planungssystem zu ziehen. Das gilt umso mehr als die Planannahmen im Geschäftsjahr 2006/2007 noch nicht von der im Folgejahr einsetzenden Finanzmarktkrise geprägt waren.

(b) Die Gründe für die im Verlaufe des Geschäftsjahres 2008/2009 vorgenommenen Plananpassungen im Vergleich zur Ursprungsplanung ab diesem Geschäftsjahr können die mangelnde Plausibilität der Planansätze nicht begründen.

erläuterte bei seiner Anhörung eingehend die Situation



der Gesellschaft wie auch seiner eigenen als gerichtlich bestellter Prüfer angesichts eines Stichtages inmitten der Finanzmarktkrise. Dabei bestätigten sich seine Bedenken, den Prüfern würde eine nach unten gehende und dort verbleibende Planung vorgelegt, nicht. Das Management habe eingehend dargelegt, dass es eine Erholung in absehbarer Zeit geben werde, weshalb dann zwei Planjahre zusätzlich angesetzt worden seien. Gerade diese Erwägungen sprechen bereits dagegen, dass die Planungen und Plananpassungen für den Squeeze out erstellt worden wären. Weiterhin verwies [redacted] darauf, dass nach seiner Einschätzung den Verantwortlichen der Gesellschaft nicht daran gelegen gewesen wäre, dass die Antragsgegnerin möglichst günstig an die Aktien komme. Zudem wurde auch die turnusmäßige, noch vor der Finanzmarktkrise unbeeinflusst erstellte Planung gewürdigt. Die dem Einstieg von [redacted] zugrunde liegende Planung sei deutlich optimistischer gewesen, war allerdings zu einem früheren Zeitpunkt als die turnusmäßige Planung erstellt worden. Daher können schon angesichts der unterschiedlichen Erstellungszeitpunkte keine unmittelbaren Schlussfolgerungen auf eine mangelnde Plausibilität gezogen werden. Gegen eine anlassbezogene Planung spricht letztlich auch der Umstand, dass die Mittelfristplanung für den Einstieg von [redacted] im Jahr 2011 mit einem niedrigeren Ergebnis abschloss als die zur Grundlage des Squeeze out-Beschlusses gemachte Planung für das Jahr 2013 vorsah.

- (2) Die zur Detailplanungsphase vorgetragenen Rügen mangelnder Plausibilität der Planung rechtfertigen keine Anpassung der Planannahmen.
  - (a) Die Umsatzplanung im Bereich „Kondensatoren und Induktivitäten“ musste neben dem durch die Akquisition von Becromal



und Anhui berücksichtigten Wachstum nicht ein starkes oder stärkeres Wachstum der bisherigen Unternehmensteile einfließen lassen. Die Akquisitionen führten nämlich nachvollziehbar zunächst zu Ergebnisbelastungen, nachdem die Integration eines anderen Unternehmens zunächst regelmäßig mit erhöhten Aufwendungen neben dem intendierten Umsatzwachstum verbunden ist. Vor allem muss dabei berücksichtigt werden, dass – worauf vor allem im schriftlichen Prüfungsbericht hingewiesen wird – eine neue Anlage zur Formierung von Folien in Island im Jahr 2011 erst fertiggestellt sein wird und dann die dortige Produktion erstmals die Vollauslastung erreicht. Angesichts dessen sind die das EBIT belastenden Anlaufverluste aus dem Erwerb von Becromal nachvollziehbar, nachdem dort zunächst investiert werden muss, ohne dass dann bereits zu Beginn der Übernahme in gleichem oder größerem Umfang Umsätze gegenüberstehen. Die Planzahlen in den ersten drei Jahren brachten für Becromal zwar einen starken Umsatzzuwachs von € 66 Mio. auf € 95,-- Mio., wohingegen das EBIT jahrelang negativ bleiben sollte; erst im Jahr 2011 wurde mit einem erstmals positiven Wert von € 0,6 Mio. gerechnet, wobei dieser dann aber stark positiv wachsen und bleiben sollte.

Für den gesamten Bereich der Industrieelektronik wurde seitens der Gesellschaft von einer Erholung ab dem Geschäftsjahr 2009/2010 ausgegangen, weshalb von einer insgesamt zu pessimistischen Planung nicht ausgegangen werden kann. Als Gründe hierfür nannte das Bewertungsgutachten von nachvollziehbar die intensiver werdende Nutzung erneuerbarer Energien, wodurch sich auch die Nachfrage nach Produkten der EPCOS AG für das Anwendungsgebiet der Energieerzeugung und -übertragung verstärken dürfte. Auch der Trend hin zu höherer Energieeffizienz in der Industrie- wie auch der Konsumelektronik soll sich positiv auf die Nachfrage nach Produk-



ten der Gesellschaft – beispielsweise für elektrische Antriebe und für Energiesparlampen – auswirken. Das jährliche Wachstum des Umsatzes von 9,1 % über den gesamten Planungszeitraum in diesem Bereich bedarf daher keiner Korrektur.

- (b) Die Umsatzplanung im Bereich „Keramische Bauelemente“ muss auch nicht deshalb korrigiert werden, weil erst im Geschäftsjahr 2012/2013 das Niveau des Jahres 2006/2007 erreicht wird. Der zu beobachtende Einbruch in der Automobilindustrie, die den Hauptanteil des Umsatzes zum Geschäftssegment „Keramische Bauelemente“ beiträgt, wird zur Überzeugung des Gerichts jedenfalls nicht in stärkerem Maße durch positive Elemente im Bereich des privaten Konsums ausgeglichen werden können. In der Automobilindustrie war ein heftiger Einbruch zu verzeichnen als Folge der Finanzmarktkrise, wobei sich dieser Bereich nach den Grundlagen der Planung langsam erholen sollte. Der konsumorientierte Absatzmarkt der Gesellschaft – beispielsweise bei Mobiltelefonen – litt gleichfalls unter den gesamtwirtschaftlichen Folgen des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, Inc., wengleich die Auswirkungen in diesem Bereich nicht so dramatisch verliefen. An der Plausibilität der hier getroffenen Planannahmen vermag auch ein Vergleich mit Vergleichsunternehmen nichts zu ändern, auch wenn sich die Autoindustrie schneller erholte als erwartet. Zum einen fällt hier ins Gewicht, dass es unzulässig ist, aus der tatsächlichen Entwicklung zwingend einen Schluss auf die mangelnde Plausibilität der Planung zu ziehen. Die Ist-Entwicklung kann allenfalls der Kontrolle dienen. Zum Zeitpunkt der Planung wusste – wie der Kammer auch aus anderen Verfahren aus dem Zeitpunkt der Finanzmarktkrise bekannt ist – niemand, wann und in welchem Umfang sich die Realwirtschaft wieder erholen würde. Zum anderen ist die Situ-



ation der EPCOS AG zu berücksichtigen. Die Gesellschaft liefert „lediglich“ einzelne Module für die Automobilindustrie. Dabei musste ein Verlust von Marktanteilen an Unternehmen wie Bosch und Kyocera in die Planung einfließen, weil – worauf insbesondere auch seitens der Antragsgegnerin bei der Anhörung der Abfindungsprüfer hingewiesen wurde – Bosch tatsächlich als Wettbewerber auf den Markt zurückkam. Die Gesellschaft war als Zulieferer für die Produzenten hochwertiger PKW verstärkt von deren Markterfolg anhängig. Im maßgeblichen Frühjahr 2009 waren die Prognosen für die führenden Premiumhersteller BMW und Mercedes am schlechtesten. Weiterhin muss bei den Piezo-Aktivatoren beachtet werden, dass in diesen Bereichen die Abhängigkeit von der Automobilindustrie besonders hoch war und ab der für die Geschäftsjahre 2010/2011 angenommenen Erholung die vor der Krise vorhandene weltweite Alleinstellung der EPCOS AG nie mehr zu erreichen sein wird, nachdem bis zu diesem Zeitpunkt die bereits vorhandenen Wettbewerber auch in diesem Bereich tätig sein werden und nach den Planungen mit Bosch und Kyocera zwei weitere Bewerber zusätzlich auftreten werden.

- (c) Die Planung ist nicht deshalb unplausibel, weil es jährlich zu Investitionen in Höhe von € 127 Mio. mit den entsprechenden Umsatzsteigerungen und in der Ewigen Rente auch unter Ansatz eines Aufwands für Forschung und Entwicklung kommen soll, während dann aber nur ein Wachstumsabschlag von 1,75 % angesetzt wurde. Insoweit ist nämlich zu berücksichtigen, dass der Wert von 1,75 % die Wachstumsrate mit dem dann vorhandenen Kapital darstellt. Insoweit wird in der Ewigen Rente dann die volle finanzielle Ausschüttung an die Aktionäre unterstellt. Demgegenüber bezieht sich die Ausschüttungsquote von 40 % auf die steuerlichen Unterschiede bei den Wertbeiträ-



gen aus Thesaurierung. Angesichts dessen kann den Annahmen zu den jährlichen Investitionen und dem Aufwand für Forschung und Entwicklung einerseits und dem Wachstumsabschlag andererseits nicht auf die mangelnde Plausibilität der Planung geschlossen werden.

- (d) Nicht korrekturbedürftig ist die Planung insoweit, als insgesamt ein Bruttoergebnis von 20,3 % erst wieder im Geschäftsjahr 2012/2013 erreicht werden soll. Die Abfindungsprüfer verwiesen im Termin ihrer Anhörung in diesem Zusammenhang nachvollziehbar auf die bereits in ihrem Prüfungsbericht dargestellten Begründungen, wonach sich der Anteil der Herstellungskosten am Umsatz relativ konstant vor allem ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 entwickelt. Der Rückgang der Rohmarge gegenüber 2007/2008 im Geschäftsjahr 2008/2009 auf 10 % beruhte vor allem auf Fixkosteneffekten. Es ist ein allgemein anerkannter betriebswirtschaftlicher Grundsatz, dass die Fixkosten nicht in dem Maße reduziert werden können, wenn es zu einem konjunkturell bedingten Umsatzrückgang kommt, weil diese zu einem großen Teil unabhängig vom Umsatz anfallen. Die Entwicklung hin zu einer Steigerung auf 20,3 % in den Folgejahren nach der angenommenen Überwindung der Finanzmarktkrise beruht dann vor allem auf Kostendegressionseffekten. Eine weiterreichende Steigerung, die an sich durch diese Effekte zu erwarten gewesen wäre, wird indes durch den steigend geplanten Materialeinsatz kompensiert. Diese variablen Kosten sind auf die Planung im Geschäftssegment "Oberflächenwellen-Komponenten" zurückzuführen, indem sich durch den verstärkten Einsatz von Modulen die Fertigungstiefe verringern wird; demgemäß musste der Materialeinsatz gemessen am Umsatz steigend geplant werden. Angesichts dessen können auch die



Planannahmen hinsichtlich des Segments "Oberflächenwellen-Komponenten" nicht als unplausibel eingestuft werden.

- (e) Die mangelnde Plausibilität der Planung lässt sich nicht aus dem Rückgang der Wachstumsraten gegen Ende der Phase I herleiten. Das starke Wachstum mit zweistelligen Wachstumsraten gerade beim Umsatz in den Geschäftsjahren 2009/2010 und 2010/2011 beruhte auf den Aufholeffekten nach dem angenommenen Ende der Finanzmarktkrise. Abgesehen davon verwiesen die Abfindungsprüfer auch darauf, dass das letzte Planjahr ein sehr hohes Ergebnis aufweist, wenn man sich die Geschichte der Gesellschaft vor Augen hält.
- (f) Die Ansätze der EBIT-Marge in der Detailplanungsphase müssen nicht korrigiert werden. Dabei wurden auch die Folgen des Mitarbeiterabbaus und der Verlagerung von Produktionsstandorten in Niedriglohnländer angemessen berücksichtigt, wobei dies auch in Relation zur Entwicklung der Herstellungskosten gilt. Die Abfindungsprüfer verwiesen in diesem Zusammenhang auf die verstärkte Automatisierung und im Bereich der Oberflächenwellen-Komponenten auf eine ebenfalls verstärkte Modularisierung, die wiederum steigende Herstellungskosten nach sich zieht. Die Situation stellt sich für die Gesellschaft letztlich so dar, dass nur mehr die Verwaltung in Deutschland ansässig ist. Auch bei den Wettbewerbern, die zu einem erheblichen Teil im asiatischen Raum ansässig sind, ist ein ständiges Optimieren der Produktionskosten zu beobachten, weshalb dies Auswirkungen auf die EBIT-Marge nicht nur in der Detailplanungsphase, sondern auch im Terminal Value haben muss. Wenn wesentliche Wettbewerber ihre Produktionskosten senken, kann dieser Umstand die Gesellschaft nicht unberührt lassen, was wiederum Auswirkungen negativer Art auf die Höhe auch der



EBIT-Marge hat. Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass in Relation zu den Umsatzzahlen der prozentuale Anteil der Verwaltungskosten trotz des absoluten Anstiegs in der Detailplanungsphase ebenso sinkt wie der Anteil der Kosten für Marketing und Vertrieb.

- (g) Über den Ansatz von Synergieeffekten kann die fehlende Plausibilität der Planung nicht begründet werden. Die Abfindungsprüfer erläuterten bei ihrer Anhörung, es seien nicht nur die unechten Synergieeffekte angesetzt worden, die üblicherweise ausschließlich in die Unternehmenswertermittlung einfließen (vgl. OLG Frankfurt AG 2014, 822, 825 f. m.w.N.), sondern auch die echten Synergien. Nachdem sich die Abgrenzung als schwierig erwies, fassten die Verantwortlichen den Beschluss, sowohl echte als auch unechte Synergien im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts zugunsten der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen.
- (3) In der Ewigen Rente müssen keine Anpassungen vorgenommen werden, was namentlich für den gerügten Rückgang der EBIT-Marge von 8,8 % im letzten Jahr der Detailplanungsphase auf 6,5 % im Terminal Value gilt. Auch wenn die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge deutlich unter dem Ergebnis des letzten Planjahres liegt und daher ein Bruch in der Zahlenreihe existiert, muss eine Korrektur nicht vorgenommen werden. In den letzten beiden Geschäftsjahren des Detailplanungszeitraums kam es zum Ansatz besonders guter Ergebnisse. Das letzte Planjahr weist mit 8,8 % eine EBIT-Marge auf, die sowohl über dem Niveau des restlichen Detailplanungszeitraums liegt als auch über dem um Sondereffekte bereinigten Niveau der jüngeren Vergangenheit. Ausweislich ihres Prüfungsberichts und ihrer Erläuterungen im Rahmen der Anhörung haben die Abfindungsprüfer eine eingehende Analyse der operativen Ergebnisse der



EPCOS AG in der Vergangenheit aus der Zeitspanne der Geschäftsjahre 1996/1997 bis 2005/2006 vorgenommen. In diesem Zeitpunkt erzielte die Gesellschaft EBIT-Margen zwischen - 5,5 % und + 18,1 % bei einem Mittelwert von etwa 6,7 %. Somit liegt dieser Wert in etwa auf dem Niveau des Ansatzes der für den Terminal Value herangezogenen EBIT-Marge.

Auch die Entwicklung der Vergangenheit zeigt, dass in den Märkten, in denen die Gesellschaft tätig ist, nicht von einem dauerhaften Wachstum ausgegangen werden kann, das es rechtfertigen könnte, eine EBIT-Marge wie im letzten oder den beiden letzten Planjahren zugrunde zu legen. Die Gesellschaft war auch in der Vergangenheit in diversen Märkten tätig, in denen Innovationen notwendig sind. Dennoch gab es erhebliche Schwankungen bei der EBIT-Marge. Zudem haben die Sachverständigen und – wenn auch in anderem Zusammenhang – darauf hingewiesen, dass die EPCOS AG in einem Markt mit kurzen Produktlebenszyklen und hohem Investitionsdruck bei zunehmender Wettbewerbsintensität tätig ist. Auch müsse mit einem Preisdruck in den Absatzmärkten ebenso wie mittel- und langfristig mit einem Anstieg der Rohstoffpreise gerechnet werden. Bei dieser Gesamtsituation bedarf der Ansatz der EBIT-Marge keiner Korrektur dahingehend, dass die Werte der letzten sehr guten Jahre der Detailplanungsphase in die Ewigkeit fortgeschrieben werden müssten.

Im Prüfungsbericht wurde zudem auf die in der Vergangenheit von vergleichbaren Unternehmen erwirtschafteten EBIT-Margen hingewiesen, die bei rund 6,3 % liegen. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass bei dieser EBIT-Marge die angesetzten Synergien nicht berücksichtigt wurden. Bei Berücksichtigung der Synergien gelangten die Abfindungsprüfer zu einem Wert von ca. 7,3 %. Allerdings führt dieser Ansatz ausweislich der von ihnen angestellten Sensitivitätsanalysen nicht zu einem Wert, der über € 18,14 liegen würde,



wenn man von im Übrigen unveränderten Werten, insbesondere auch beim Kapitalisierungszinssatz ausgeht.

(4) Das Zinsergebnis wurde in der Planung sachgerecht ermittelt.

(a) Der angesetzte Zinssatz von 8,5 % zur Refinanzierung der Wandelanleihe in der Detailplanungsphase muss als zutreffend bezeichnet werden. Dieser Zinssatz stellt sich als Folge der Finanzmarktkrise dar, die sich vor allem zu Beginn der Detailplanungsphase deutlich auswirkte. Die Credit Spreads gingen angesichts dessen infolge gestiegener Risiken deutlich nach oben, was zu einer erheblichen Verteuerung der Refinanzierung von Unternehmen führte, nachdem diese mit hohen Kreditzinsen konfrontiert waren. Die Abfindungsprüfer verwiesen darauf, aus ihren Arbeitspapieren ergebe sich, dass bei den konkreten Refinanzierungsbedingungen, die ein Mitarbeiter der Gesellschaft damals verhandelte, von einem Basiswert von 2,5 % und einem Spread von 6 Prozentpunkten ausgegangen wurde, woraus sich dann der Wert von 8,5 % ableiten lässt. Zudem verwies auf die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Überprüfung der Einschätzung des Ratings der Gesellschaft anhand der Credit Spreads sowie der üblichen Margen von Unternehmen mit einem Rating entsprechend der EPCOS AG.

Da indes von einer Normalisierung ausgegangen wurde, die sich dann auch auf die Refinanzierungsbedingungen auswirken musste, konnten diese Zinssätze nicht als nachhaltig eingestuft werden, weshalb es in der Ewigen Rente insoweit zu einer Reduktion auf 4,5 % kommen konnte.

(b) Der für vorhandene Liquidität angesetzte Zinssatz musste nicht auf den Kapitalisierungszinssatz erhöht werden; insoweit be-



steht insbesondere kein Wertungswiderspruch. Die vorhandene betriebsnotwendige Liquidität, von der vorliegend in vollem Umfang auszugehen ist, was auch die gerichtlich bestellten Sachverständigen in ihrem Gutachten festgestellt haben, muss vorrätig gehalten werden, um das operative Geschäft betreiben zu können. Damit können dann aber auch nur die (Haben-)Zinsen erwirtschaftet werden. Bezüglich der Höhe kann dann nur der Zinssatz angesetzt werden, der stichtagsbezogen am Markt erzielbar ist – mithin vor allem Zinssätze für Tages- oder Monatsgelder. Dabei ist der angesetzte Zinssatz von 2 % ausweislich der Einschätzung der Abfindungsprüfer eher am oberen Rand des Erzielbaren angesiedelt.

- (5) Die Ansätze zur Ausschüttung und Thesaurierung erfolgten sowohl in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente sachgerecht und müssen nicht angepasst werden.
- (a) In der Detailplanungsphase wurde eine Ausschüttungsquote von 25 % zugrunde gelegt, was keiner Korrektur bedarf. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12, S. 79). Vorliegend orientierte sich die Gesellschaft bei den Ansätzen der Ausschüttungsquote an ihrer eigenen Ausschüttungspolitik und den Unternehmen ihrer Branche.

Für den Zeitraum der Phase I kann nicht davon ausgegangen werden, anstelle der Tilgung von Fremdkapital müsse in den Jahren 2009/2010 bis 2011/2012 ein eigenständiger Wertbeitrag aus Thesaurierung angesetzt werden. Wenn es zur Rück-



führung von Fremdkapital durch Thesaurierung kommt, bedeutet dies eine Planungsentscheidung der Organe der Gesellschaft, die dann nicht durch andere – möglicherweise ebenfalls angemessene – unternehmerische Planungsentscheidungen wie dem steuerlich günstigeren Ansatz von Fremdkapital – durch das Gericht ersetzt werden kann. Bei plausiblen Planannahmen darf sich das Gericht nicht in die Rolle eines für die Planung verantwortlichen „Ersatzorgans“ begeben (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.11.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09). Dabei konnte als Beurteilungsgrundlage für die Angemessenheit des Vorgehens des Vorstandes das Verhalten von Vergleichsunternehmen durchaus herangezogen werden, wobei die Unternehmen, die von den Abfindungsprüfern in die Peer Group einbezogen wurden, weitgehend schuldenfrei sind. Angesichts dessen fehlt der Schuldentilgung als branchentypische Vorgehensweise nicht die Plausibilität. Abgesehen davon profitieren die Minderheitsaktionäre dann auch über den Ansatz eines gegebenenfalls sinkenden Risikozuschlages, wenn Darlehensverbindlichkeiten getilgt werden.

- (b) Die Ausschüttungsquote durfte in der Ewigen Rente mit 40 % bemessen werden. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12 S. 81 f.). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote liegt zwischen 40 und 70 %. Aus einer Reihe von Spruchverfahren ist der Kammer bekannt, dass der Ansatz niedrigerer Ausschüttungs- und demgemäß höherer Thesaurierungsquoten



vor allem bei Unternehmen in einer dynamischen Wachstumsbranche zu beobachten ist, die vergleichsweise hohen Risiken ausgesetzt sind.

Wenn ein am unteren Rand der Ausschüttungsquote liegender Wert herangezogen wird, ist dies letztlich nicht zu beanstanden. Zudem wies im Rahmen seiner Anhörung darauf hin, dass das Ansteigen der Ausschüttungsquote im Laufe der Zeit angesichts einer bei jedem Unternehmen zu beobachtenden nachlassenden Wachstumsdynamik typisch für den Lebenslauf eines Unternehmens ist. Da vorliegend die Ausschüttungsquote im Terminal Value zu bewerten ist, der in die Ewigkeit gerichtet ist, kann im Ansatz einer höheren Ausschüttungsquote auch kein Widerspruch zu der niedriger liegenden Quote aus der Detailplanungsphase gesehen werden.

- (c) Der Ansatz einer Steuerquote von 13,1875 % bei der Steuerbelastung thesaurierter Gewinne – mithin des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objekti-



vierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 131; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11, S. 39 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 40 f.; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen. Allerdings kann selbst bei einer Reduzierung des Risikozuschlages nicht davon ausgegangen werden, dass damit ein Wert erreicht wird, der den Wert der Marktkapitalisierung übersteigen würde.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Er-



tragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- (1) Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 4 % vor Steuern im Bewertungsgutachten ist jedenfalls nicht nach unten zu korrigieren.

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850;



Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Prüfer haben bei ihrer Anhörung ausgeführt, dass sich zum Stichtag der Hauptversammlung – wenn keine Zeitmonate angesetzt werden – ein Basiszinssatz von 4 % vor Steuern entsprechend den Vorgaben der Zinsstrukturkurve ergab.

Dabei ist es auch nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen, die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativenanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06).



In diesem Zusammenhang muss andererseits berücksichtigt werden, dass in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung der Basiszinssatz nach den Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen und bei einem Wachstumsabschlag von 1,75 % mit 4,19 % vor Steuern anzusetzen war. Dies würde indes zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen, weshalb der Ansatz von 4 % vor Steuern jedenfalls aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht nachteilig wäre.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu erhöhen ist. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).



Der Risikozuschlag war bei der EPCOS AG mit Werten zwischen 4,95 % und maximal 5,4 % anzusetzen.

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.

Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 126 zu § 305; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).



(aa) Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-) CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809). In diesem Zusammenhang kann indes nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt werden, sondern es muss eine Peer Group herangezogen werden. Das unternehmenseigene Beta reflektiert vorliegend nicht das tatsächliche Risiko EPCOS AG.

(bb) Der Ansatz des eigenen Beta setzt eine liquide Aktie voraus, wovon bei der Gesellschaft hier nicht ausgegangen werden kann.

Die Sachverständigen verwiesen in ihrem Gutachten darauf, dass sich das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  nach der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots von 0,28 am 31.7.2008 kontinuierlich bis auf 0,03 am 19.5.2009 verringerte, wobei das Bestimmtheitsmaß anhand eines zweijährigen Beobachtungszeitraums bei wöchentlicher Messung im Vergleich zum CDAX ermittelt wurde. Dies bedeutet aber, dass die Varianz der Marktrendite nur mehr einen geringen Teil der Varianz der Unternehmensrendite erklären kann. Der Wert von 0,03 bedeutet dabei nämlich, dass nur noch 3 % der Risiken dieser Aktien durch Marktfaktoren bestimmt werden. Auch wenn teilweise Bedenken geäußert werden, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht



heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach Juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 521 f.) musste vorliegend im Rahmen des (Tax-)CAPM vorliegend auf eine Peer Group zurückgegriffen werden.

Entscheidend ist nämlich auf die mangelnde Liquidität der Aktie der EPCOS AG abzustellen. Dieser Umstand zeigt sich bereits an der Entwicklung des Kursverlaufs und des Handels dieser Aktie vor und nach der Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots. Die Sachverständigen erläuterten in ihrem Gutachten, dass sich der Umschlag der Aktien der Gesellschaft eines Jahres – gemessen an der Stückzahl – ab Januar 2007 von rund 261 % im Jahr 2007 bzw. rund 144 % im Zeitraum vom 1.1.2008 bis zum 31.7.2008 auf 88 % für den Rest des Jahres 2008 und nur mehr 3 % im Zeitraum zum 20.5.2009 reduzierte. Bezogen auf den Free Float verminderte sich der Umschlag im Jahr 2009 bis zur Hauptversammlung auf rund 68 %. Zudem zeigt ein Vergleich des Kursverlaufs des CDAX zu dem der EPCOS-Aktie, dass ab dem Zeitpunkt des öffentlichen Übernahmeangebots etwas mehr als 9 ½ Monate vor dem maßgeblichen Stichtag die Entwicklung nicht mehr im Wesentlichen parallel verlief, sondern es zu einer weitgehenden Abkoppelung vom allgemeinen Kursverlauf kam. Gerade im Jahr 2009 sank der Kurs der Aktie der Gesellschaft tendenziell, während im CDAX jedenfalls ab März 2009 wieder ein Anstieg zu verzeichnen war. Nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, Inc. war ab September 2009 ein deutlicher Einbruch beim CDAX zu verzeichnen, bei dem es zwischen Oktober 2008 und März 2009 nur zu jeweils



kurzfristigen Erholungen kam. Demgegenüber stieg die EPCOS-Aktie in diesem Zeitraum tendenziell an – abgesehen von einem massiven Einbruch zu Beginn des Jahres 2009, der dann aber ebenso rasch wieder aufgeholt wurde im Februar 2009, während sich der CDAX allenfalls leicht erholte.

Gegen eine ausreichende Liquidität der Aktie der Gesellschaft sprechen auch die hohen Bid-Ask-Spreads, die ausweislich aller Stellungnahmen der Wirtschaftsprüfer hoch lagen. Aus der vorgelegten Stellungnahme der gerichtlich bestellten Sachverständigen vom 1.12.2014 ergibt sich, dass ab dem 29.10.2008 bis zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung die Bid-Ask-Spreads nur an vergleichsweise sehr wenigen Handelstagen überhaupt unter 2 % lagen und an der Mehrzahl der Handelstage diesen Wert überschritten. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem von sehr liquiden Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächlich Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktreaktionen reagiert.

Angesichts der regelmäßig weit über 2 % liegenden Bid-Ask-Spreads muss die Kammer nicht abschließend ent-



scheiden, ab genau welchem Wert von liquiden Aktien ausgegangen werden kann.

Gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht auch der t-Test mit seinen Ergebnissen. Dieser gibt Auskunft darüber, inwieweit die Marktrendite als unabhängige Variable Einfluss auf die Aktienrendite als abhängige Variable hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor – also die Rendite des Aktienindex – wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Beta-Faktor und dessen Standardfaktor berechnet. Auf diese Art und Weise wird mit dem t-Test überprüft, ob der Beta-Faktor statistisch signifikant einen vom vorgegebenen Wert verschiedenen Wert annimmt. Somit kann ermittelt werden, ob aufgrund des ermittelten Stichproben-Beta mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden kann, dass das Beta Null ist (vgl. Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 522 f.). Vorliegend fällt der t-Test für die Einstellungen mit zweijährigem Beobachtungszeitraum, wöchentlicher Messung und dem CDAX als Referenzindex und einem Konfidenzniveau von 99 % ab dem 23.1.2009 und für ein Konfidenzniveau von 95 % ab dem 24.3.2009 negativ aus.

Ganz wesentlich gegen die Anwendung des originären Beta-Faktors spricht auch die im Gutachten von

dargestellte Entwicklung dieser Größe vor und nach dem öffentlichen Erwerbsangebot. Bis einschließlich September 2008 lag es regelmäßig in einer Größenordnung von knapp über 1, wobei insgesamt eine leicht rückläufige Tendenz festzustellen war. Das Niveau des Bestimmtheitsmaßes  $R^2$  war in diesem Zeitraum ebenfalls relativ konstant. Im Zusammenhang mit dem Übernahme-



angebot stieg der Beta-Faktor der Gesellschaft rasch an, um danach stetig abzunehmen, wobei im Oktober 2008 ein massiver Rückgang zu verzeichnen war. Eine derartige Entwicklung ist indes mit der Risikobewertung der Gesellschaft nicht in Einklang zu bringen, zumal der stärkste Rückgang unmittelbar nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise zu verzeichnen war.

Aus diesen Gründen konnte und musste auf eine Peer Group abgestellt werden, deren Zusammensetzung – wie sie von den gerichtlich bestellten Sachverständigen vorgenommen wurde – nicht zu beanstanden ist, und auf deren Basis von einem unverschuldeten Beta-Faktor von 1,1 auszugehen ist. Dieser Ansatz ist selbst dann nicht zu korrigieren, wenn die von den Sachverständigen – im Vergleich zu den Bewertungsgutachtern von [redacted] und dem Prüfungsbericht von [redacted] – ermittelte Peer Group herangezogen wird, in die neben den ursprünglichen sechs Unternehmen auch Alps Electric Co. Ltd., die KOA Corp., Japan, die Nippon Chemi-Con Corp., die Pulse Electronics Corp. sowie die Samsung Electro-Mechanics Co., Limited sowie Toko Inc. aufgenommen werden. Auch bei dieser erweiterten Peer Group sahen die Sachverständigen ein unlevered Beta von 1,1 als zutreffend an.

Der Zusammensetzung der Peer Group kann nicht entgegengehalten werden, sie enthalte eine Vielzahl im Ausland ansässiger Unternehmen. Die Sachverständigen haben in ihren Gutachten berücksichtigt, dass bei einer internationalen Peer Group dafür Sorge getragen werden muss, dass die Wertbeziehungen der zur Bestimmung der ausländischen Beta-Faktoren herangezogenen ausländischen Aktienindices möglichst dem deutschen Aktienindex entsprechen. Die Unternehmen sind nahezu durchweg in den USA und in Japan ansässig,



mithin in Ländern, die wie Deutschland einen reifen Kapitalmarkt haben und deren Volkswirtschaften eng mit der deutschen Wirtschaft verbunden sind. Angesichts dessen kann wegen der engen Verflechtung auch der Kapitalmärkte eine hohe Korrelation der Renditeschwankungen der einzelnen Aktienindices angenommen werden. Da der Beta-Faktor jeweils gegenüber dem einheimischen Aktienindex gespiegelt wurde, muss auch nicht mehr ermittelt werden, inwieweit die Sachverständigen unterschiedliche Volatilitäten und Risikoaffinitäten insbesondere am US-amerikanischen Markt berücksichtigt haben oder nicht. Ebenso durften sich die Sachverständigen bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen am Umsatz der einzelnen Gesellschaften orientieren, wobei sie eine Größenordnung von mindestens € 300 Mio. als geeignetes Abgrenzungskriterium ansetzte. Die erweiterte Peer Group enthielt Unternehmen, mit einem Umsatz von € 1 Mrd., also einem Betrag, der nicht zu deutlich unter den angesetzten Planannahmen der EPCOS AG liegt, die im schlechtesten Jahr der Phase I – dem Geschäftsjahr 2008/2009 – von Umsatzerlösen in Höhe von € 1,225 Mrd. ausging. Wenn Unternehmen einen sehr viel geringeren Umsatz erzielen, müssen sie nicht berücksichtigt werden, was gerade auch dann gilt, wenn Unternehmen in die Peer Group einbezogen werden können, die nicht nur von der Produktpalette her, sondern auch von den Umsatzzahlen mit dem hier zu bewertenden Unternehmen gut vergleichbar sind. Bei der Zusammensetzung der Peer Group ist es nicht zu bemängeln, wenn die EPCOS AG in dem Spruchverfahren aus einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei der Vogt electronic AG (nunmehr Sumida AG) in die dortige Peer Group aufgenommen wurde, während die Sachverständigen im hiesigen Verfahren den Beta-Faktor unter Außerachtlassung von Sumida ermittelten. Die Sumida AG erzielte Umsätze von weni-



ger als € 100 Mio.. Da sich im Umsatz deutlich unterscheidende Unternehmen ganz unterschiedliche Strukturen aufweisen, musste der niedrigere Beta-Faktor der Peer Group aus dem Spruchverfahren mit der Sumida AG nicht einbezogen werden.

Die Sachverständigen haben vor allem auch in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 29.9.2014 nochmals die Kriterien vertieft dargestellt, anhand derer sie aus ihrer Long List die dann verbleibenden Unternehmen herausgefiltert haben. Wesentliche Gründe für den Ausschluss aus der Long List waren die Konzentration auf andere Produkte als die von der EPCOS AG vornehmlich produzierten Komponenten für die Automobil-Elektronik, Informations- und Kommunikationstechnik sowie Industrie- und Konsumelektronik; auch die Konzentration auf wenige lokale Märkte oder auf wenige Produkte führte ebenso zur Eliminierung wie der Schwerpunkt der Tätigkeit im Handel und nicht in der Produktion. Damit aber wurden Unternehmen mit unterschiedlichen Strukturen ausgeschlossen, auch wenn in der zulässigerweise herangezogenen Datenbank von Bloomberg alle Unternehmen unter dem Industriesektor „Electronic & Electrical Equipment“ aufgeführt waren. Eine erste deutliche Eingrenzung erfolgte durch die Verwendung der Schlagworte „electronic component“, die die Produktionspalette der Gesellschaft durchaus charakterisieren. Zudem zogen die Sachverständigen ergänzend Unternehmensanalysen und einschlägige Marktstudien heran, um potenziell vergleichbare Unternehmen zu ermitteln. Keine Rolle spielte bei der Zusammensetzung der Peer Group, ob es sich bei den Kunden der Gesellschaft eher um Konsumenten oder um Produzenten handelt, weil beide Abnehmerkreise in ähnlicher Form von konjunkturellen Schwankungen erfasst sind.



Bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen analysierten die Sachverständigen, wie sie bei ihrer Anhörung erläutert haben, auch die Geschäftsberichte mit den dort geschilderten Kostenstrukturen; aus diesen Angaben zogen sie zulässigerweise Schlussfolgerungen zur Vergleichbarkeit. Ebenso haben sie qualitative Überlegungen angestellt, wobei allerdings die Selbsteinschätzung der Gesellschaft nicht ausschlaggebend war.

Aus den vorgelegten Bid-Ask-Spreads der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen ergibt sich eine hohe Liquidität der Aktien der Vergleichsunternehmen, nachdem die Bid-Ask-Spreads nahezu ausnahmslos unter 1 % im Zeitraum von zwei Jahren vor der Hauptversammlung der EPCOS AG unterlagen.

Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, ob die Einbeziehung der Pulse Electronics Corp. sachwidrig war oder nicht. Allerdings sprechen bereits sehr gut nachvollziehbare Gründe für die Berechtigung der Aufnahme dieser Gesellschaft, nachdem sie ein Produzent hochwertiger elektronischer Bauteile ist und mit einem Umsatz von € 784,8 Mio. im Jahr 2008 von der Größe her durchaus noch als vergleichbar bezeichnet werden kann. Letztlich kann dies aber offenbleiben, nachdem das auch ohne Pulse Electronics Corp. anzusetzende unlevered Beta bei 1,09 lag und damit ein zu vernachlässigender Unterschied zu dem angesetzten Wert von 1,1 besteht.

Ein ganz wesentliches Indiz für die Richtigkeit des angesetzten unverschuldeten Beta-Faktors von 1,1 und eines zum Teil etwas höheren relevered Beta-Faktor ergibt sich aus einem Vergleich des mittels der Peer Group ermittelten Beta-Faktors mit dem unternehmenseigenen Beta aus der Zeit, als dieses noch aussagekräftig war. Vom 1.1.2007 bis zum 31.7.2008 schwank-



te das originäre Beta der Gesellschaft zwischen Werten von 1,4 und knapp unter 1 mit einer sinkenden Tendenz hin zum 31.7.2008. Wenn dann über eine Peer Group ein unlevered Beta von 1,1 ermittelt wurde, ist dieser Wert mit dem vormals signifikanten unternehmenseigenen Beta der EPCOS AG zu vergleichen.

Da die Finanzierungsstruktur ein wesentliches Element der Risikolage eines Unternehmens darstellt, muss diese gleichfalls berücksichtigt werden. Angesichts dessen kommt es zum Relevieren, bei denen der Beta-Faktor dem Verschuldungsgrad und der Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts angepasst wird. Demgemäß gelangten die Sachverständigen zu anzusetzenden Beta-Faktoren zwischen 1,1 und 1,2. Der im Laufe der Detailplanungsphase absinkende Beta-Faktor von 1,2 im Geschäftsjahr 2009/2010 auf 1,1 im letzten Jahr der Phase I und dann im Terminal Value beruht auf den zu Zwecken der Fremdkapitaltilgung eingesetzten thesaurierten Überschüssen.

Der Einfluss überschießender Liquidität bei der Peer Group-Analyse wurde in nicht zu beanstandender Art und Weise einbezogen. Beim Relevieren kam es zu einer Berücksichtigung auch der Liquidität auch im Unternehmen, weshalb auch bei der Gesellschaft die gesamte freie Liquidität berücksichtigt wurde – unabhängig von der Frage ihrer Betriebsnotwendigkeit. Insoweit haben die Sachverständigen dieselben Bewertungskriterien angelegt. Abgesehen davon muss gesehen werden, dass es bei einer Peer Group nie zu einer vollkommenen Vergleichbarkeit der einbezogenen Unternehmen kommen kann.

- (b) Allerdings kann das (Tax-)CAPM mit dem Ansatz einer über das arithmetische Mittel mit einem jährlichen Wiederanlagezeitraum ermittelten Marktrisikoprämie nicht als einzig taugliches



Kriterium zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogen werden, auch wenn dies von den IDW-Standards so empfohlen wird und die Mehrzahl der Oberlandesgerichte dem folgen.

Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Allerdings können dabei auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt,



die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft wer-



den; die jeweiligen Erträge werden jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21362/12); Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5HK O 6680/10). Die Marktrisiko-prämie ist in Übereinstimmung mit den gerichtlich bestellten Sachverständigen vorliegend auf einen Mittelwert von 4,5 % nach Steuern festzusetzen, woraus sich dann unter Heranziehung des (Tax-)CAPM ein Risikozuschlag zwischen 4,95 % und 5,4 % ergibt. Dieser Ansatz steht auch in Einklang mit Vorgaben des Gesetzgebers. Er entspricht dem Wert, den der Gesetzgeber beim vereinfachten Ertragswertverfahren nach § 203 Abs. 1 BewG festgelegt hat. Dieser Wert berücksichtigt pauschal neben dem Unternehmensrisiko auch andere Korrekturposten wie beispielsweise den Fungibilitätszuschlag, den Wachstumsabschlag oder andere inhaberabhängige Faktoren (vgl. BT-Drucks. 16/11107 S. 24).

- (c) Der auf diese Weise ermittelte Risikozuschlag zwischen 4,95 % und 5,4 % steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei das Risiko insgesamt als leicht überdurchschnittlich eingestuft werden muss. Zweifellos weist die Gesellschaft im Marktumfeld, in dem sie international tätig ist, eine hohe Technologiekompetenz auf, die ihr auch einen Wettbewerbsvorteil



zu den Industriekunden verschafft, wobei sie vor allem am europäischen Markt in der Automobil-, Industrie- und Telekommunikationsbranche gut positioniert ist und auch über ein etabliertes Kundenportfolio mit langjährigen Geschäftsbeziehungen verfügt. Ebenso eröffnet ihr das hohe Innovationspotenzial auf dem Gebiet der Piezo-Technologie die Möglichkeit zur Erschließung neuer Anwendungsgebiete. In Asien ist die EPCOS AG über Gemeinschaftsunternehmen präsent, wobei auf diesen Märkten trotz der Finanzmarktkrise immer noch überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt werden sollen. Ebenso ist die Gesellschaft im Bereich der Oberflächenwellen-Komponenten und der Piezo-Aktivatoren für Automobilanwendungen tätig. Durch die Ausweitung der Funktionen von Modulen und der Miniaturisierung besteht die Chance, überproportional am Marktwachstum des Mobilfunkmarktes zu partizipieren. Ebenso gibt es Umsatzpotenziale im Segment für Kondensatoren und Induktivitäten angesichts der prognostizierten Entwicklung der Energiekosten und strenger werdender Umweltauflagen.

Diesen durchaus positiven Aspekten stehen indes auch erhebliche Risiken und Schwächen gegenüber, die es – auch unter Berücksichtigung der Risikosituation vergleichbarer Unternehmen – gerechtfertigt erscheinen lassen, ein leicht überdurchschnittliches Risiko anzunehmen. Die Produktlebenszyklen und der anhaltende Trend der Miniaturisierung im Bereich der Oberflächenwellen-Komponenten erhöhen den Investitionsdruck. Zudem ist auf allen Märkten ein stetig zunehmender Preisdruck zu beobachten, der sich dann auch negativ auf die Margen und damit die Gewinnerwartungen auswirkt. Gerade im Hauptabsatzmarkt Europa bestehen langfristig geringere Wachstumsperspektiven, wobei die Wettbewerbsintensität durch den erwarteten Einstieg großer Unternehmen wie Bosch und Kyocera



auch den Wettbewerbs- und damit den Preisdruck verschärfen wird. Andererseits kann die EPCOS AG den von japanischen Anbietern dominierten Markt für Konsumelektronik und PCs nur wenig durchdringen. Die breite Produktpalette verhindert die gezielte Realisierung von Skaleneffekten. Ebenso besteht mittel- bis langfristig ein erhebliches Risiko durch die Gefahr steigender Rohstoffpreise. Die Abnehmer sind in teilweise sehr volatilen Industriebereichen tätig, was die Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung verstärkt und folglich das Risiko erhöht.

Nicht gänzlich außer Betracht gelassen werden kann zudem der Umstand des Ansetzens eines vergleichsweise hohen Wachstumsabschlages. Beim Ansatz eines höheren Wachstumsabschlages steigt auch das Risiko. Auch wenn Risikozuschlag und Wachstumsabschlag nicht in einem strengen Abhängigkeitsverhältnis voneinander stehen, kann dieser von den gerichtlich bestellten Sachverständigen im Termin zu ihrer Anhörung im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse vorgenommene Überprüfung nicht außer Acht gelassen werden, wenn es um die Festlegung des Risikozuschlages geht.

Die daneben zu berücksichtigende Verschuldungssituation führt nicht zu einem deutlich verschärften Risiko in der Zukunft, zumal thesaurierte Gewinne in der Detailplanungsphase zur Rückführung von Fremdkapital genutzt werden sollen, was einen im Zeitverlauf leicht sinkenden Risikozuschlag zur Folge haben muss.

- (d) Andere in der Wissenschaft diskutierte Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages sind demgegenüber nicht geeignet, einen deutlicheren und höheren Erkenntnisgewinn zur Ermittlung des Risikozuschlages zu liefern.



(aa) Dies gilt zunächst für die Sicherheitsäquivalenzmethode, bei der die finanziellen Überschüsse ausdrücklich mehrmalig in Form von Bandbreiten prognostiziert werden und diese Bandbreiten dann durch Umwandlungen der Wertausprägungen für die verschiedenen Szenarien mit ihren Wahrscheinlichkeiten auf den Erwartungswert zu verdichten. Risikofreudige oder risikoaverse Wirtschaftsteilnehmer müssen den Erwartungswert durch einen Zuschlag beziehungsweise Abschlag in ihr Sicherheitsäquivalenz umrechnen und können auf dieser Grundlage eine sicherheitsäquivalente Zahlungsreihe mit einem risikofreien Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzinsen, um den monetären künftigen Nutzen und damit ihren Grenzpreis zu erhalten. Allerdings setzt dies die Kenntnis der Risikonutzenfunktionen der Eigentümer voraus. Deren Ermittlung wird indes kaum jemals möglich sein und weist vor allem in Fällen, in denen mehrere Personen am Bewertungsprozess beteiligt sind, praktisch unlösbare Probleme auf. Zudem muss gesehen werden, dass derartige Bewertungen, die vielfach nur für einen speziellen Investor gelten, nicht intersubjektiv nachprüfbar wären.

(bb) Der Ansatz einer zukunftsorientierten Schätzung auf Basis von Analystenmeinungen kann gleichfalls nicht als Basis zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogen werden. Zum einen ist die Verzerrung durch Eigeninteressen der Analysten nicht auszuschließen. Zum anderen aber umfassen diese Prognosehorizonte nicht die unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens. Der Zeitraum der ewigen Rente hat regelmäßig einen hohen Einfluss auf die



Wertbeiträge; für diese Phase II liegen aber gerade keine Analystenschätzungen mehr vor.

- (cc) Ebenso wenig bilden das Drei-Faktoren-Modell oder die Arbitrage Pricing Theory Multifunktionsmodell, die Weiterentwicklungen des CAPM darstellen, geeignete Grundlagen für die Ermittlung der Höhe des Risikozuschlages. Diese Einschätzung der Sachverständigen und stimmt mit Erkenntnissen der Kammer aus anderen Verfahren überein. Das von Fama/French entwickelte Drei-Faktoren-Modell berücksichtigt neben der Marktisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch vor allem die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohen Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden soll. Allerdings führt die weiter gesteigerte Komplexität dazu, dass es derzeit keinesfalls als geklärt angesehen werden kann, inwieweit dieses Modell tatsächlich eine Verbesserung der Kapitalkostenstruktur mit sich bringen kann (so bereits LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5HK O 6680/10).

Auch wenn die Arbitrage Pricing Theory auf weniger restriktiven Annahmen als das CAPM basiert, weil vor allem die Notwendigkeit zur Bestimmung des Marktportfolios entfällt und die realen ökonomischen Rahmenbedingungen abgebildet werden können, überwiegen letztlich die Nachteile dieses Ansatzes. Hier wird nämlich gerade nicht festgelegt, wie viele und welche Risikofaktoren zu berücksichtigen sind. Zur Identifikation gerade dieser Faktoren



bedarf es empirischer Erhebungen, bevor das Modell überhaupt angewandt werden kann. Die dabei übliche Vorspezifikation auf Basis von Plausibilitätsüberlegungen bringt einen subjektiven Aspekt in die praktische Anwendung dieser Theorie. Unsicher ist weiterhin, ob die Risikofaktoren zeitlich stabil sind, da sich im Zeitablauf sowohl mikro- als auch makroökonomische Rahmenbedingungen und damit auch die Risikofaktoren und ihr Einfluss auf die Renditebildung ändern können (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 40). Eine über Plausibilitätsüberlegungen hinausgehende wirtschaftliche Erklärung der Renditeforderung vermag dieses Modell nicht zu liefern. Gerade wegen der Komplexität und der geringen Erprobtheit in der Praxis bedeutet dieses Modell folglich derzeit jedenfalls keine Alternative, um einen objektivierten Unternehmenswert ermitteln zu können (so auch LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5HK O 6680/10).

- (3) Der in der Ewigen Rente mit 1,75 % angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.
  - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise



Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden, weil wesentlich auf die Möglichkeit des konkreten Unternehmens abgestellt werden muss, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang es gelingen wird, Preissteigerungen auf die Kunden überzuwälzen. Entscheidend sind dabei zunächst die Absatzmärkte der Gesellschaft in Deutschland und Europa, wo im Geschäftsjahr 2007/2008 – also dem letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse – knapp 2/3 der Umsätze erzielt wurden. Angesichts der Stellung und der Aufgabe der Europäischen Zentralbank mit einem langfristigen Ziel einer Inflationsrate von 2 % spricht der angenommene Wachstumsabschlag von 1,75 % bereits dafür, dass dieser jedenfalls nicht zu niedrig angesetzt wurde. In den weiteren Absatzmärkten USA und Japan wurde für die Jahre 2008 und 2009 mit niedrigeren Preissteigerungsraten gerechnet; lediglich in der Region Asien/Pazifik (ohne Japan) lag die von Experten für den Zeitraum von 2009 bis 2013 erwartete Inflationsrate mit Werten zwischen 3,3 und 3,9 % deutlich höher. Da aber die Umsätze aus dieser Region die Gesamtumsätze nicht überwiegend beeinflussen, bedarf bereits deshalb der Wachstumsabschlag keiner Korrektur.



- (b) Zudem muss berücksichtigt werden, dass sich Gewinnwachstum nicht nur aus der unternehmensspezifischen Inflationsrate speist, die im Wachstumsabschlag abgebildet wird. Vielmehr ist auch das thesaurierungsbedingte Wachstum zu beachten, das dazu führt, dass selbst bei einem unterhalb der Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlag es nicht zu einem Schrumpfen des Unternehmens im Terminal Value kommt. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht



kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen floss sachgerecht in die Unternehmensbewertung ein.

- (1) Dies gilt zunächst für den Ansatz des Grundstücks in Málaga mit einem Wert von € 13,9 Mio. Die Abfindungsprüfer erläuterten im Termin vor der Kammer ihre Vorgehensweise hinsichtlich dieser Immobilie. Danach lag ihnen das Immobiliengutachten von [redacted] vor, wobei dies von anderen Bewertern erstellt wurde. Dieses im Zusammenhang mit dem Erwerb durch [redacted] erstellte Gutachten hatte die einzelnen Kaufgegenstände gesondert bewertet. Bei ihrer Prüfung nahmen die Abfindungsprüfer auch einen Abgleich mit anderen Grundstückspreisen vor, weshalb sie den angesetzten Grundstückspreis von € 670,-- je m<sup>2</sup> als angemessen einstufen. Zudem bestätigte [redacted] diesen Wert sehr wohl hinterfragt zu haben, nachdem aufgrund von Investitionsfantasien seitens EPCOS auch deutlich höhere Werte im Raum gestanden hatten angesichts der sehr guten Lage des Grundstücks zwischen dem Flughafen und der Innenstadt von Málaga direkt gegenüber der Messe. Diese Hoffnungen auf höhere Preise erloschen indes mit dem Beginn der Finanzkrise, was angesichts der Auswirkungen gerade auch in Spanien nachvollziehbar ist.



- (2) Die Eigentumswohnung in Mailand muss gleichfalls als angemessen bewertet angesehen werden. Die Kaufpreisallokation lag den Abfindungsprüfern nach ihren Angaben vor, aus der sie dann Rückschlüsse auf die Angemessenheit des Wertansatzes von € 300.000,-- ziehen konnten.
- (3) Der Ansatz der nicht betriebsnotwendigen Tochtergesellschaften ist nicht geeignet, die Angemessenheit der über den Börsenkurs ermittelten Barabfindung in Frage zu stellen. Die Abfindungsprüfer ermittelten zur Verprobung der Ansätze des Bewertungsgutachtens von den Ertragswert der Beteiligungsgesellschaften und gelangten so zu einem Wert von € 1,3 Mio. der also um € 620.000,-- über dem jeweils höheren Wert von Beteiligungsbuchwert und Eigenkapital lag. Bei insgesamt 66.662.270 Aktien hätte dies allerdings eine Erhöhung des Unternehmenswertes lediglich um etwa € 0,009 je Aktie zur Folge. Selbst wenn man bei der EBIT-Marge von der Berücksichtigung der Synergieeffekten auszugehen hätten, würde angesichts des höheren Basiszinssatzes kein Wert erreicht, der oberhalb des über den Börsenkurs ermittelten Unternehmenswertes liegt.
- (4) Weitere Sonderwerte müssen nicht in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen.
  - (a) Dies gilt zunächst für die bei der Gesellschaft vorhandenen Verlustvorträge, die bei der Ermittlung des Steueraufwandes im Rahmen der Ertragswertermittlung angesetzt wurden. Dabei wurde wegen der Ansetzung der Verlustvorträge in den einzelnen Ländern ein unter 25 % liegender Steuersatz herangezogen, wobei sich dieser dann im Laufe der Zeit an 25 % annähern wird. Da die Verlustvorträge im Planungszeitraum durch den geminderten Steueraufwand abgewickelt werden, konnte dies bei der Steuerplanung in der Detailplanungsphase einfließen. Bei einer Berücksichtigung als Sonderwert hätte sich zu-



dem keine Änderung zugunsten oder zulasten der Minderheitsaktionäre ergeben. Nachdem die Verlustvorträge bereits bei der Ermittlung des Ertragswertes eingeflossen sind, können sie nicht nochmals als Sonderwert berücksichtigt werden; dies würde eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten.

- (b) Die vorhandene Liquidität war – wie aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts feststeht – betriebsnotwendig, weshalb sich ein Ansatz als Sonderwert verbietet. Die Sachverständigen und erläuterten in ihrem Gutachten eingehend, warum bei der EPCOS AG die vorhandenen liquiden Mittel betriebsnotwendig sind. Bei der Bestimmung der Betriebsnotwendigkeit flüssiger Mittel muss insbesondere beachtet werden, dass sowohl geplante Investitionen als auch geplante Ausschüttungen finanziert werden müssen und zudem eine angemessene Liquiditätsreserve zum Betrieb des operativen Geschäfts zur Verfügung stehen muss. Durch Beobachtung der betrieblichen Liquidität über einen längeren Zeitraum, den die Sachverständigen hier auf die Zeitspanne von September 2007 bis Januar 2009 erstreckten, lässt sich einschätzen, welche Liquiditätshöhe als betriebsnotwendig einzustufen ist. Anhand der maximalen negativen Liquiditätsveränderungen im Vergleich zum Vormonat von rund € 56,5 Mio. im Januar 2008 und unter Berücksichtigung eines Risikoprofils von 25 % für untermonatliche Liquiditätsschwankungen besteht in dem EPCOS-Konzern ein maximaler Liquiditätsbedarf für das operative Geschäft in Höhe von rund € 70 Mio., der allerdings wegen der geplanten Geschäftsausweitung in der Zukunft höher liegen dürfte. Ein weiterer Betrag von € 20 Mio. war für die im Jahr 2009 geplante Dividendenausschüttung vorgesehen.



Bei den Liquiditätsbeständen, die über den Mindestwert von rund € 90 Mio. hinausgehen, ist die Zuordnung zu den Landesgesellschaften in China, Indien und Malaysia indes entscheidend zu beachten, bei denen die Liquiditätsbestände aufgrund staatlicher Regulierungen gebunden sind. Auch wenn regulatorische Vorgaben namentlich aus der Volksrepublik China einer Überführung liquider Mittel nach Deutschland nicht grundlegend entgegenstehen – auch wenn dies mit hohem organisatorischem Aufwand verbunden ist –, muss gesehen werden, dass die chinesischen Behörden hohe Eigenkapitalanforderungen für chinesische Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen stellen. Deshalb besteht die Gefahr, dass eigene Mittel nicht aus den chinesischen Gesellschaften herangezogen werden können. Für die Betriebsnotwendigkeit auch hoher Liquiditätsbestände spricht zudem der Vorteil, dass künftige Investitionen dann unabhängig von Kapitalmarktbedingungen vorgenommen werden können und dies gegebenenfalls auch potenzielle Wettbewerber vom Eintritt in die Produktmärkte abhalten kann. Da die Unternehmen aus der Peer Group zudem in der Vergangenheit vergleichbare oder vielfach sogar höhere Liquiditätsquoten als die EPCOS AG aufgewiesen haben, spricht auch dieser Umstand für die Betriebsnotwendigkeit aller bei der Gesellschaft vorhandener liquider Mittel.

- (c) Aus einer von einigen Antragstellern angesprochenen Auflösung von Kapital- und Gewinnrücklagen lassen sich keine Sonderwerte generieren. Eine derartige Maßnahme stellt sich als unternehmerische Entscheidung der Organe, insbesondere des Vorstands einer Aktiengesellschaft dar, die vorliegend offensichtlich nicht beabsichtigt war. Dann aber kann es nicht Aufgabe des Gerichts sein, plausible Erwägungen zur Finanzierungsstrategie an die Stelle einer sachgerechten Entscheidung der



Gesellschaft zu setzen, die die Aufnahme von Fremdkapital, wie dies teilweise von Antragstellern gefordert wurde, erforderlich machen würde. Das Ziel der Verminderung der langfristigen Verbindlichkeiten mit deren Umgliederung in kurzfristige Verbindlichkeiten ist folglich eine nicht zu korrigierende unternehmerische Entscheidung, für die gerade auch der Vergleich mit den Wettbewerbern spricht. Sachfremde Erwägungen für diese Vorgehensweise sind weder vorgetragen noch sonst erkennbar.

- (d) Ein Sonderwert in Form der Marke „EPCOS“ konnte und durfte nicht in die Bewertung einfließen. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

d. Die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie die durchgeführte Beweisaufnahme sind eine geeignete Grundlage zur Überzeugungsbildung der Kammer, die zu dem Ergebnis führte, dass vorliegend über den Unternehmenswert keine höhere Barabfindung als € 18,14 je Aktie erzielt werden kann.

- (1) Die aus der Anhörung der Abfindungsprüfer gewonnenen Erkenntnisse zur Planung können der Entscheidung in vollem Umfang zugrunde gelegt werden, ohne dass hierzu und zu diesem Ergebnis ei-



ne weitere Beweisaufnahme durch die gerichtlich bestellten Sachverständigen hätte angeordnet werden müssen.

- (a) Die Beauftragung der Sachverständigen mit einem umfassenden Gutachten zu den einzelnen erhobenen Rügen insbesondere zur Planung wird namentlich nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. BGHZ 180, 154, 168 = NZG 2009, 585, 589 = AG 2009, 441, 445 = ZIP 2009, 908, 913 = WM 2009, 896, 901 = DB 2009, 1004, 1008; OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 7455/13; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Ak-



tien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). Daher besteht insoweit kein weiterer Aufklärungsbedarf.

- (b) Die Kammer hat nämlich keinen Zweifel an der Richtigkeit der Angaben der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer zu der Planung wie auch zu weiten Teilen der Sonderwerte. Die Abfindungsprüfer haben überzeugend und mit eingehenden Begründungen dargelegt, warum die in der Unternehmensbewertung angesetzten Planannahmen plausibel sind und insbesondere auch keine weiteren Sonderwerte angesetzt werden müssen bzw. die angesetzten Immobilienwerte nicht in weiterem Umfang als geschehen korrigiert werden müssen. Die Abfindungsprüfer haben sich bei ihrer Anhörung ausführlich mit den von den Antragstellern erhobenen Rügen auseinandergesetzt. Bei ihrer Prüfung haben sie insbesondere auch nicht kritiklos die Ansätze der Bewertungsgutachter von [redacted] übernommen, sondern diese eigenständig hinterfragt und zum Teil auch korrigiert wie bei den nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen, ohne dass dies zu einer Unangemessenheit der über die Marktkapitalisierung ermittelten Barabfindung führen konnte. Daher stellen diese Abweichungen auch nicht das Ergebnis der Prüfung infrage. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes griffen sie auf andere Daten und Zeiträume zurück, was für eine sorgfältige Prüfung spricht. Bereits im Prüfungsbericht haben die Prüfer von [redacted] besonderes Augenmerk auf die Analyse des Rückgangs der EBIT-Marge in der Ewigen Rente gelegt, was sie dann auch bei der Anhörung im Termin vom 28.10.2010 nochmals vertieft haben, indem sie auf den Ansatz unter Berücksichtigung der Synergien hingewiesen haben.
- (c) Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Abfindungsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern



vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 327 c Abs. 2 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.

- (2) Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen Wolfgang und . Sie haben ihre Gutachten sorgfältig unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen erstellt. Dabei haben sie insbesondere auch den Auftrag des Gerichts beachtet, der sich gerade nicht auf die Überprüfung der Planannahmen in der Detailplanungsphase und die Wertansätze im Terminal Value bezog. Die Berücksichtigung der Einwendungen und Argumente der Antragsteller haben die Sachverständigen richtigerweise auf die Themen des Beweisbeschlusses bezogen – anders kann die Formulierung im



Beweisbeschluss hierzu auch nicht verstanden werden. An der Fachkompetenz von                      und                      zur Beurteilung der ihnen gestellten Fragen hat die Kammer keinen Zweifel. Zudem scheuen sich die Sachverständigen – wie dem Gericht aus anderen Spruchverfahren bekannt ist – nicht, gegebenenfalls erforderliche Korrekturen vorzunehmen, sofern diese sachlich geboten sind. Mit den Einwendungen gegen ihre Ausführungen haben sich die Sachverständigen in ihrem Ergänzungsgutachten ebenso eingehend auseinandergesetzt wie im Verlaufe der Anhörung vor der Kammer.

Daher können die Feststellungen der Sachverständigen                      und                      , die sich das Gericht in vollem Umfang zu Eigen macht, ebenso zur Grundlage der Entscheidung gemacht werden, wie nach nochmaliger Prüfung und Würdigung die Ausführungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer aus der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

- (3) Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes aus §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG nicht veranlasst.
  - (a) Dies gilt zunächst hinsichtlich des materiellen Überprüfungsmaßstabes, weil weitere denkbare Ansätze neben der Ermittlung des Börsenwertes und des hier niedriger liegenden Unternehmenswerts der Gesellschaft nicht veranlasst sind.
    - (aa) Über den Liquidationswert lässt sich eine höhere Barabfindung gleichfalls nicht herleiten. Dieser Wert musste vorliegend auch nicht ermittelt werden. Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstü-



cke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 674). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Vorliegend erwirtschaftete die EPCOS AG in den Jahren der Vergangenheitsanalyse Überschüsse. Demgemäß ging die Planung auch für die Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value stets von nicht unerheblichen Jahresüberschüssen aus. Dann aber bestand keinerlei Notwendigkeit, das Unternehmen zu liquidieren; vielmehr war ersichtlich die Fortführung des Unternehmens geplant. Dies aber bedeutet, dass bei Zugrundelegung eines höheren Liquidationserlöses die Antragsteller einen Wert erhiel-



ten, auf dessen Realisierung sie ohne die aktienrechtliche Strukturmaßnahme wie hier den Squeeze out keinerlei Aussicht gehabt hätten.

- (bb) Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne der §§ 327 a ff. AktG dar und musste deshalb auch nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).
- (b) Auch verfahrensrechtlich sind mit Blick auf § 7 Abs. 7 SpruchG keine weiteren Maßnahmen erforderlich gewesen zur Aufklärung des Sachverhalts. Dabei kann weder eine Vorlage sämtlicher Unterlagen, die Grundlage der Bewertung waren – also vor allem auch Planungsunterlagen der Gesellschaft –, noch eine Vorlage der Arbeitspapiere des Abfindungsprüfers als erforderlich angesehen werden. Die Voraussetzungen von § 7



Abs. 7 Satz 1 SpruchG sind nämlich nicht erfüllt. Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen.

(aa) Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 55 zu § 7). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiiertes Einwendungen bildet.

(bb) Die Antragsgegnerin ist auch nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin mit Blick vor allem auf – gegen den Wirtschaftsprüfer auf



Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 12 FGG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B. II. 1. d. (1) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; LG München



I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7 SpruchG; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 13 zu § 7 SpruchG). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

Angesichts dessen waren die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung unbegründet und konnten keinen Erfolg haben.

## II.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde.

Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG a.F. nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG a.F. ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Abfindungsprüfer ebenso wie die Beweisaufnahme durch die Einholung eines Sach-



verständigengutachtens nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Parametern der Unternehmensbewertung brachte.

Hinsichtlich der Kostentragungspflicht der Gerichtskosten war weiterhin zu berücksichtigen, dass die Antragsgegnerin zugesagt hat, im Falle einer Antragsrücknahme keine Kostenanträge zu stellen. Daher wäre es widersprüchlich zu dieser Zusage, wenn die Kammer eine hiervon abweichende Billigkeitsentscheidung treffen würde.

- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. Anwendung; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung und Beweisaufnahme mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12, S. 116).

Die Kostenerstattungspflicht trifft indes die Antragsteller nicht, die ihre Anträge im Laufe des Verfahrens zurückgenommen haben. Andererseits sind diese Antragsteller auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf die Antragsteller, die ihre Anträge zurückgenommen



haben, besteht trotz der Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09). Abgesehen davon stünde dies auch im Widerspruch zu der Zusage der Antragsgegnerin, keine Kostenanträge zu stellen.

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 Abs. 1 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen.

Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.

### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.



Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.