

Beglaubigte Abschrift

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 9734/22 e



In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden
Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichterin
nach der mündlichen Verhandlung vom 31.8.2023 am 19.4.2024 folgenden

Beschluss:

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 50,33 und eines höheren Ausgleichs als € 2,16 brutto je Aktie der Schaltbau Holding AG werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung 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.

I.

1. a. Die Antragsgegnerin und die Schaltbau Holding AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) schlossen am 17.12.2021 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, durch dessen Ziffer 1.1 die Gesellschaft ihre Leitung der Antragsgegnerin unterstellte, die aufgrund des Vertrages auch berechtigt sein sollte, dem Vorstand der Gesellschaft hinsichtlich der Leitung Weisungen zu erteilen. Nach Ziffer 2.1 verpflichtete sich die Schaltbau Holding AG, ihren ganzen Gewinn an die Antragsgegnerin abzuführen, während sich diese in Ziffer 3.1 verpflichtete, einen bei der Gesellschaft entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen. Diese Verpflichtungen werden jeweils zum Ende des Geschäftsjahres der Gesellschaft fällig. In Ziffern 4.1 und 4.2 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin, den außenstehenden Aktionären der Schaltbau Holding AG für die Dauer des Vertrags einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlich wiederkehrenden Geldleistung in Höhe von € 2,16 abzüglich eines etwaigen Betrages für die Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz zu zahlen. Dieser Steuerabzug ist nur auf dem in der Brutto-Ausgleichszahlungen enthaltenen Teilbetrag vorzusehen, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht, wobei dies einen Teilbetrag von € 1,64 ausmachte. Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung nach Ziffer 4. verpflichtete sich die Antragsgegnerin in Ziffer 5.1 des Vertrags, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Schaltbau Holding AG dessen Aktien gegen eine Barabfindung von € 50,33 je Aktie zu erwerben.

Am 7.8.2021 hatte die Antragsgegnerin – eine 100 %-ige Tochtergesellschaft von durch bedienten Fonds – in einer Presseerklärung mitgeteilt, für den Erwerb sämtlicher außenstehender Aktien der Schaltbau Holding AG ein freiwilliges öffentliches Überangebot gemäß §§

29, 34 WpÜG abzugeben. Sie bot den Aktionären der Schaltbau Holding AG € 53,50 je Aktie in bar an. Die Absichten der Antragsgegnerin zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Schaltbau Holding AG wurde am Morgen des 9.8.2021 von der Gesellschaft im Rahmen einer Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht.

- b. Die Hauptversammlung der über ein in 8.852.190 Namensaktien ohne Nennbetrag mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,22 je Aktie eingeteiltes Grundkapital von € 10.799.671,80 verfügenden Schaltbau Holding AG stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 3.2.2022 zu, nachdem die Gesellschafterversammlung der Antragsgegnerin bereits am 17.12.2021 zugestimmt hatte.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt nach § 2 Abs. 1 ihrer Satzung im Kaufen, Halten und Verkaufen von Beteiligungen an Unternehmen, in der Verwaltung eigenen Vermögens sowie der Entwicklung, Konstruktion und Herstellung sowie dem Vertrieb von Ausrüstungsteilen und Anlagen für Bahnen und Busse. Aufgrund von § 2 Abs. 2 ihrer Satzung kann die Gesellschaft alle Geschäfte betreiben, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind, oder die Entwicklung des Unternehmens fördern; die Gesellschaft darf sich an anderen in- oder ausländischen Gesellschaften beteiligen und Filialen im In- und Ausland errichten. Zudem kann sie gemäß § 2 Abs. 3 ihrer Satzung auch Organ oder Organträgerin eines steuerlichen Organschaftsverhältnisses sein.

Das umsatzstärkste Segment Bode ist führender Anbieter von innovativen Tür- und Zustiegssystemen für Bahnen, Busse sowie Kurier-, Express- und Transportfahrzeuge. Daneben zählen zum Produktportfolio Inneneinrichtungen für Schienenfahrzeuge. Das gemessen an Umsatz und Ergebnis zweitstärkste Segment ist die Schaltbau GmbH, deren Unternehmen elektromechanische Komponenten und kundenspezifische Lösungen anbieten, die höchsten Sicherheitsansprüchen genügen, wobei der überwiegende Umsatzanteil mit Schienenfahrzeugherstellern erwirtschaftet wird. Die Gesellschaften des Segments Schaltbau GmbH entwickeln, fertigen und vertreiben vorrangig elektromechanische Komponenten wie DC-Schütze, Schnappschalter und Steckverbindungen sowie aus der italienischen

Tochtergesellschaft SPII heraus Fahrschalter und Führerstandausrüstungen für Schienenfahrzeuge, wobei neben der Bahnindustrie auch neue Märkte wie New Energy/New Industry und e-Mobility Automotive bedient werden. Die Unternehmen des Segments Pintsch bieten Infrastrukturtechnik für den Bahn- bzw. Schienenverkehr an, wobei zu den wesentlichen Produktbereichen Stellwerkstechnik, rechnergesteuerte Bahnübergangstechniken und Achszählsysteme gehören. Das zweigeteilte Segment Schaltbau Refurbishment und Service SBRS (im Folgenden: SBRS) enthält einerseits das über die gesamte Schaltbau-Gruppe gebündelte Geschäft mit Teil- und Komplettanierungen von Schienenfahrzeugen und andererseits das Geschäft mit der schlüsselfertigen Projektierung und Erstellung kompletter Ladeinfrastruktur-Lösungen für Nutzfahrzeuge einschließlich der E-Busse, wobei die Kunden vor allem Betreiber des öffentlichen Nahverkehrs sind.

In einem Zeitraum von drei Monaten bis zum 8.8.2081 betrug der volumengewichtete Durchschnittskurs der Aktien der Gesellschaft € 37,24.

2. a. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 3.2.2022 erstattete

eine gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung (Anlage AG 1 Teil 2). Die Wirtschaftsprüfer von [] ermittelten in Anwendung der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert von € 547,6 Mio., woraus sich dann eine Barabfindung von € 50,33 je Aktie errechnete. Dabei gingen sie von einer die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 umfassenden Detailplanungsphase aus, für die sie mit einem Ergebnis vor Steuern von € 27,2 Mio., € 36,0 und € 45,9 Mio. rechneten. An diese Detailplanungsphase schloss sich eine Konvergenzphase bis zum Jahr 2028 an. Einen eingeschwungenen Zustand nahmen die Wirtschaftsprüfer von [] erst für die Jahre ab 2029 ff. an, wobei sie eine Wachstumsrate von 1 % zugrunde legten. Die Konvergenzphase und die Phase des Terminal Value verdichteten sie ab 2029 barwertäquivalent auf das Jahr 2025, wodurch der Bewertung ein Ergebnis vor Steuern ab 2025 ff. in Höhe von € 55,5 Mio. zugrunde gelegt wurde. Unter Berücksichtigung

der Ertragsteuern und des auf nicht beherrschte Anteile entfallenden Ergebnisses entfielen auf die Aktionäre der Gesellschaft in den Jahren 2022 bis 2024 € 19,5 Mio., € 26,2 Mio. und € 33,0 Mio. sowie € 39,1 Mio. ab 2025. In der Detailplanungsphase setzten die Bewertungsgutachter eine vollständige Thesaurierung an, während sie in der Ewigen Rente von einer Ausschüttungsquote von 45 % ausgingen. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse legten die Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 0,1 % vor Steuern zugrunde. Den Risikozuschlag ermittelten sie in Anwendung des (Tax-)CAPM, wobei sie von einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern und einem über eine Peer Group hergeleiteten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,85 ausgingen, der unter Beachtung eines Verschuldungsgrads von 18,22 % im Terminal Value auf 0,95 angesetzt wurde. Für die Ewige Rente nahmen die Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 1,0 % an. Als Sonderwert setzten sie einen auf der Begebung einer Pflichtwandelanleihe beruhenden Verwässerungseffekt von € 0,07 je Aktie an, woraus sich dann ein negativer Sonderwert von € 800.000,-- ergab.

Aufgrund eines Verrentungszinssatzes von 2,8 % nach Steuern als Summe aus dem Basiszinssatz nach Einkommensteuer und des halben Risikozuschlags von 2,726 % leiteten die Bewertungsgutachter eine Ausgleichszahlung von € 2,16 als Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich eines von der Schaltbau Holding AG zu entrichtenden Betrages für die Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag ab, woraus sich dann eine Nettoausgleichszahlung von € 1,90 je Aktie ergab.

- b. Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 9.9.2021, Az. 5HK O 12102/21 zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellte gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 6.12.2021 (Anlage AG 1 Teil 3) zu dem Ergebnis, die Barabfindung von € 50,33 je Aktie sowie die Ausgleichszahlung von € 2,16 (Bruttogewinnanteil je Aktie) stelle sich jeweils als angemessen dar.
3. Die Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages erfolgte am 13.7.2022, die Bekanntgabe nach § 10 HGB am 14.7.2021. Am 13.7.2021 hielten die außenstehenden Aktionäre insgesamt 2.364.711 Aktien; die Gesellschaft

selbst hielt 7.645 eigene Aktien. Alle Antragsteller waren im Zeitpunkt des Eingangs ihrer Aktien jeweils Aktionäre der Schaltbau Holding AG.

II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 14.10.2023 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung ebenso wie der Ausgleich aufgrund ihrer Unangemessenheit erhöht werden.

1. Diese Notwendigkeit resultiere bereits aus den zum Nachteil der Minderheitsaktionäre unplausiblen und damit korrekturbedürftigen Planannahmen der Gesellschaft.
 - a. Bereits die im Jahr 2021 erfolgte Annahme eines Umsatzes von € 750 Mio. bis € 800 Mio. im Jahr 2026 belege angesichts der der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten deutlich schlechteren Planzahlen das Vorliegen einer negativen Anlassplanung. Hierfür spreche auch die Personenidentität des Vorstands der Gesellschaft mit dem Geschäftsführer der Antragsgegnerin und die Stellung von _____ und _____ als Miteigner einer möglichen weiteren Obergesellschaft ebenso wie die Verkürzung des Planungsprozesses. Als fehlerhaft müsse die Herleitung des Ertragswerts auf der Grundlage der Zahlen des Vorstandes und auf der Basis der Rechnungslegung nach IFRS angesehen werden. Die Vergangenheitsanalyse zeige zudem die fehlende Zuverlässigkeit der Planung.
 - b. Die Umsatzplanung selbst sei zu pessimistisch, wenn der Hauptwettbewerber Knorr Bremse AG mit einem Wachstum von 6,5 % plane, während das Bewertungsgutachten lediglich 4,6 bis 4,5 % annehme und auch in 2022 noch ein Wachstum auf der Ebene der Gesamtleistung von 9,1 % angenommen worden sei. Im Segment Bode könne das Umsatzwachstum von 4 % angesichts einer Normalisierung der Busreisetätigkeit nach der

Pandemie und eines Rückgangs des Individualverkehrs vor allem in Metropolregionen auch durch das 9-Euro-Ticket nicht plausibel sein. Unklar bleibe der Grund für die Annahme des Auslaufens eines großen Kontrakts und einer fehlenden Verlängerungsmöglichkeit. Im Bereich Schaltbau müsse ein deutlich höheres Wachstum als 7,9 % p.a. angenommen werden, weil dieses Segment in besonderem Maße von der globalen Verstädterung und der zunehmenden Nutzung von Bahnsystemen profitiere. Gerade die von kolportierte Bewertung des Unternehmensteils SBRS von € 100 Mio. belege ebenso wie der gezahlte Kaufpreis von € 113,1 Mio. den mit insgesamt € 547,6 Mio. zu gering angesetzten Unternehmenswert der Schaltbau Holding AG. Die Planannahmen seien auch deshalb zu pessimistisch, weil die Gleichstromtechnik auch bei Hochenergiebatterien für E-Autos und in der Industrie gefragt sei, weshalb die Nachfrage nach der Schutztechnik der Gesellschaft steige und weil zudem mit einer Digitalisierung von 400.000 Stellwerken auf den Regionalstrecken der Deutschen Bahn gerechnet werde, wo die Gesellschaft gerade das Pilotprojekt „digitales Stellwerk“ gewonnen habe. Der nahezu eintretenden Stagnation des Geschäftsbereichs Pintsch ab 2023 ungeachtet des maßgeblich zum Anstieg im Jahr 2022 beitragenden Projekts „Zwieseler Spinne“ fehle die Plausibilität angesichts der Missstände bei der Bahninfrastruktur, weshalb die Tätigkeit im Umfeld des Bahnbereichs nicht wachstumsschwach sein könne. Zu fragen sei, ob es zum Stichtag der Hauptversammlung neue Projekte gegeben habe, die mit welchem Umfang in die Planung eingeflossen seien. Unklar bleibe im Segment SBRS, warum das Volumen des Jahres 2021 in der gesamten Detailplanungsphase nicht wieder erzielt werde, obwohl Großaufträge über Jahre die Umsatzentwicklung geprägt hätten. Die günstige Branchenstruktur beim Bau von Ladeinfrastrukturen für Busse im Öffentlichen Personennahverkehr und der verhältnismäßig geringe Wettbewerbsdruck in diesem Bereich mit Ventura Systems und der In-House Produktion von Busherstellern wie MAN und EVO-Bus bleibe in der Planung unberücksichtigt.

- c. Der Ansatz der Personalkosten im Rahmen der Aufwandsplanung sei zu hoch, weil sich aus dem vermehrten Einsatz von Künstlicher Intelligenz in

Wettbewerber Knorr Bremse AG und dessen Ergebnissen in den Krisenjahren 2020 und 2021 mit EBIT-Margen von 13,2 % und 13,7 % sowie der historischen EBIT-Marge von TE Connectivity mit Werten von 15 % bis 16 % und von Westinghouse Air Brake Technology von 10 % bis 11 % zeige, dass die nachhaltige EBIT-Marge von 8,2 % sowie das nachhaltige Wachstum der Umsatzerlöse und Ergebnisse von 1,0 % deutlich zu niedrig angesetzt sein müsse. Zudem stehe diese Wachstumsrate in Widerspruch zur erklärten Absicht von [redacted] im Rahmen der Strategie 2023 insbesondere die finanzielle Performance der Gesellschaft zu verbessern, das Kerngeschäft schiene zu stärken, das After Sales-Geschäft sowie das Geschäft in den wachstumsstarken Märkten New Energy/New Industry sowie E-Mobilität unter Nutzung der Kompetenz von [redacted] in der Fortentwicklung von Unternehmen weiter auszubauen.

- h. Unklar bleibe, worauf der Ansatz einer Thesaurierung von 45 % in der Konvergenzphase und im Terminal Value beruhe.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre korrigiert werden, wobei auch der Ansatz persönlicher Ertragsteuern unterbleiben müsse.
- a. Der Basiszinssatz gebe nicht die aktuellen Entwicklungen wieder, sondern stelle historische Durchschnittszinssätze dar. Auch seien die aktuellen, niedrigeren Zinssätze zum Stichtag der Hauptversammlung heranzuziehen. Zudem habe der Basiszinssatz zum Stichtag der Hauptversammlung 0,073 % und nicht 0,1 % vor Steuern betragen. Staatsanleihen könne man auch nicht als restlos sicher einstufen.
 - b. Deutlich zu hoch angesetzt sei der Risikozuschlag, dessen Ansatz ohnehin fragwürdig sei. Fehlerhaft erfolgt sei die Ermittlung über das erhebliche Ermessensspielräume eröffnende (Tax-)CAPM. Der Ansatz einer Markttriskoprämie von 5,75 % nach Steuern müsse angesichts des deutlich überhöhten Ansatzes reduziert werden. Angesichts von Bid-Ask-Spreads von 1,0 % für fünf Jahre müsse auf den originären Beta-Faktor der Gesellschaft

zur Ableitung des unternehmensindividuellen Risikos abgestellt werden. Auch seien die gegen den MSCI World Index für den unternehmenseigenen Beta-Faktor errechneten Werte überhöht, zumal eine Regression gegen einen internationalen Index ohnehin nicht sachgerecht sein könne. Bei der Peer Group hätte auch der Median herangezogen werden müssen, nicht nur der Mittelwert. Die künftige Entwicklung des Geschäfts in weniger reglementierten Märkten wie e-Mobility Automotive, New Industry und New Energy sei bereits im Beta-Faktor abgebildet angesichts der Thematisierung und Darstellung dieser Bereiche schon im Geschäftsbericht 2019 und fehlender besserer Erkenntnisse über den Fortgang des langfristigen Wachstumstrends bei Digitalisierung oder Elektrifizierung bei den Vergleichsunternehmen. Auch aus den in den Impairment-Tests der Jahre 2019 bis 2021 wiedergegebenen unverschuldeten Beta-Faktoren von 0,58, 0,79 und 0,74 ergebe sich die Notwendigkeit des Heranziehens eines niedrigeren unverschuldeten Beta-Faktors. Dies zeige sich auch an den signifikant niedrigeren Beta-Faktoren der deutschen Vergleichsunternehmen Vossloh AG und Knorr Bremse AG in Relation zu den im Ausland ansässigen Peer Group-Unternehmen, deren Heranziehung sich angesichts ihres Sitzes ohnehin verbiete. Jedenfalls aber seien die Unternehmen TE Connectivity Ltd. und ABB Ltd. angesichts ihrer Tätigkeit im Bereich zyklischer Sensoren und der Halbleiterindustrie sowie der Automatisierungstechnik ebenso wenig vergleichbar wie Westinghouse Air Brake Technology mit Unterschieden im Portfolio und den geografischen Schwerpunkten in Amerika sowie einer durch die Fusion mit GE Transportation Systems im Jahr 2018/2019 verursachten Abkoppelung des Börsenkurses vom allgemeinen Marktgeschehen.

- c. Der Wachstumsabschlag von 1,0 % müsse erhöht werden, weil er in Widerspruch zu Ausführungen im Prospekt zur Wandelanleihe vom 16.4.2021 mit den dort gegenüber dem Kapitalmarkt geäußerten Zielen stehe und er das höhere Wachstum der zu einem Risikozuschlag führenden Segmente e-Mobility sowie New Energy/New Industry nicht ausreichend abbilde angesichts des langfristigen Trends zur Digitalisierung und Dekarbonisierung des Verkehrs mit hohen Potenzial auch für die Schiene, das hier unterschätzt

werde. Ebenso unterschätze dieser Ansatz die Tätigkeit der neuen Geschäftsfelder in Wachstumsmärkten, nachdem vor allem für den Markt für Energiespeicher für Solar- und Windstrom eine Verdoppelung im Vergleich zu 2021 prognostiziert werde und die deutschen Auto-, LKW- und Bushersteller auf die E-Mobilität fokussiert seien und die gerade auch im öffentlichen Bussegment tätige Schaltbau Holding AG in einer weniger wettbewerbsintensiven Nische am Markt auftrete. Weiterhin bedeute es einen Widerspruch, einerseits beim Beta-Faktor die zunehmende Ausrichtung auf neue Märkte als Risikofaktor einzustufen, nicht aber gleichzeitig von einem höheren langfristigen Wachstumsabschlag auszugehen. Die Inflationserwartung von 1,8 % sei wegen der seit 2019 zu erwartenden CO₂-Abgaben und Zinserhöhungen sowie der bereits im Dezember 2021 und im Februar 2022 sehr viel höheren Inflationsrate von 5,3 % bzw. 5,1 % zu niedrig angesetzt. Der Wachstumsabschlag vernachlässige Potenziale in einem Umfang von € 50 Mio. aus der neuen NEX T Factory, bei der es nach dem 2022 erfolgten Spatenstich als Folge der Investitionen sehr hohe Stückzahlen mit entsprechenden Produktionskapazitäten kommen solle und die Anlage vollautomatisiert und CO₂-frei funktioniere sowie ihren Strombedarf mittels Photovoltaik decken werde. Auch hier gebe es einen Widerspruch zwischen der Entwicklung des Beta-Faktors und einem nicht erhöhten Wachstumsabschlag. Weiterhin übersehe die Höhe des Wachstumsabschlags die hohen Markteintrittsbarrieren, die die Gesellschaft im internationalen Wettbewerb schütze.

3. Bei liquiden Mitteln von € 130,94 Mio. im Konzern zum 31.12.2021 hätte nicht betriebsnotwendige Liquidität als Sonderwert angesetzt werden müssen. Klärungsbedürftig sei die Behandlung der steuerlichen Verlustvorträge wie auch des steuerlichen Einlagenkontos über € 124 Mio. und das Vorhandensein oder Nichtvorhandensein nicht betriebsnotwendiger Grundstücke oder Immobilien und von Kunstgegenständen. Die stillen Reserven aus dem Bilanzposten „als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“ samt dem Grundstück müsse man als Sonderwert erfassen. Der verstärkte Einsatz von Homeoffice sowie die Verlagerung der Produktion des Bustüren- und Schienengeschäfts nach Polen führe zum Wegfall der Betriebsnotwendigkeit eines Teils der Immobilien. Aufklärungsbedarf bestehe

hinsichtlich der im Prüfungsbericht angesprochenen fiktiven Mieterträge und deren Betriebsnotwendigkeit. Zudem fehle ein Ansatz der Marke „Schaltbau“ als Sonderwert. Ebenso müsse man Rückstellungen dem Ertragswert als Sonderwert hinzuaddieren.

4. a. Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere zudem aus der unterbliebenen Berücksichtigung des Vorerwerbspreises aus dem Übernahmeangebot von € 53,50. Es könne keinen Unterschied machen, ob der spätere Hauptaktionär die Aktien über die Börse erwerbe oder ob er außerbörslich ein Übernahmeangebot mache. Das Argument des Schutzes des Hauptaktionärs als Grund für die Vorverlagerung des Referenzzeitraums bei der Ermittlung des Börsenkurses greife hier nicht.
 - b. Der durchschnittliche Börsenkurs hätte zum 4.10.2021 ermittelt werden müssen, weil die Antragsgegnerin im Moment der Ad hoc-Mitteilung am 9.8.2021 noch nicht Aktionärin gewesen sei und die Kapitalmärkte nur gewusst hätten, dass die Antragsgegnerin für den Fall des Erfolgs des Übernahmeangebots den Abschluss eines Unternehmensvertrages plane.
5. Die vertraglich festgelegte Ausgleichszahlung von € 2,16 brutto stelle sich als unangemessen dar. Neben dem bereits zu niedrig angesetzten Unternehmenswert müsse der Verrentungszinssatz erhöht werden, weil das Insolvenzrisiko bzw. der laufzeitangepasste Credit Spread der Antragsgegnerin auf Basis langfristiger Unternehmensanleihen bzw. langjähriger Kredite ermittelt werden und daher weit über 4,5 % p.a. liegen müsse. Der angenommene Zinssatz bilde das neben dem Insolvenzrisiko zu beachtende Auszehrungsrisiko nicht hinreichend ab.

III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge.

Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen darauf, ein Teil der Anträge sei unzulässig, was namentlich für den Antrag der Antragstellerin zu 43) wegen doppelter Rechtshängigkeit angesichts des von derselben Antragstellerin gestellten Antrags der Antragstellerin zu 19) vom 4.10.2022. In jedem Fall aber seien alle Anträge unbegründet, weil sich die angebotene Barabfindung ebenso wie der Ausgleich als angemessen darstelle. Dies ergebe sich bereits aus dem Umstand, dass die beschlossene Barabfindung über dem maßgeblichen volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs vor der Bekanntgabe der Ad hoc-Mitteilung vom 9.8.2021 liege.

Doch selbst bei Zugrundelegung des Ertragswertverfahrens als allgemein anerkannte Methode zur Herleitung des Unternehmenswerts könne weder eine höhere Barabfindung noch ein höherer Ausgleich angenommen werden.

1. Bei den Planannahmen der Gesellschaft bestehe kein Korrekturbedarf.
 - a. Die Vergangenheitsanalyse diene nur der Plausibilisierung der Planung und fließe nicht in diese ein, belege aber den ambitionierten Charakter der Planung. Die vorgenommene Aktualisierung der Planung sei im Lichte des Stichtagsprinzips geboten gewesen. In die Planung seien weder die Antragsgegnerin noch einbezogen gewesen. Auch agiere der Vorstand der Gesellschaft weisungsunabhängig. Ebenso wenig bestehe ein Widerspruch zu anderen Präsentationen und Unterlagen aus der Zeit vor dem Stichtag der Hauptversammlung. Das Beruhen der Planung auf IFRS-Grundsätzen beachte die fehlende Geltung des die Bilanzierung nach HGB prägenden Vorsichtsprinzips in der Planung.
 - b. Die geplanten Umsatzerlöse seien keinesfalls zu gering angesetzt. Der für 2021 erwartete Umsatz stehe in Einklang mit den Erwartungen aus dem Geschäftsbericht 2020 mit Werten zwischen € 520 Mio. und € 540 Mio.. Das durchschnittliche Wachstum im Segment Bode liege mit 4 % trotz rückläufiger Umsätze in der Vergangenheit deutlich über dem weltweiten Niveau des Bahnwachstums. Die Rückläufigkeit des Bustürengeschäfts beruhe neben einer abnehmenden Reisetätigkeit auf dem von den Busherstellern betriebenen Insourcing sowie dem Auslaufen eines großen Kontrakts und der

Überführung auf das nicht voll konsolidierte türkische Joint Venture wie auch auf die polnische Tochtergesellschaft. Das Segment Schaltbau weise durchaus optimistische Planannahmen auf, weil das Rail-Geschäft in China trotz der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung fortgeschrieben werde. Der Bereich Pintsch stagniere nicht, sondern wachse um 9,4 % trotz notwendiger Berücksichtigung eines Teilverkaufs. Im Segment SBRS werde das erwartete deutliche Wachstum der E-Mobilität sehr wohl berücksichtigt, weshalb nach Bereinigung eines einmaligen Großprojekts in Mexiko das Wachstum mit 10,8 % über den Markterwartungen liege. Die Veräußerung der SBRS Charging Solutions an die Shell Deutschland GmbH könne nicht einfließen, weil dieser Vorgang nicht in der Wurzel angelegt gewesen sei und der Veräußerungsprozess nicht vor Mai 2022 begonnen habe. Sachgerecht berücksichtige die Planung auch die Effekte aus der NEX Factory in Velden.

- c. Unberechtigt seien auch die Rügen zu den Personalkosten. Der Einsatz von Künstlicher Intelligenz erfordere ebenso wie der Trend zur Digitalisierung einen erheblichen Personalaufwand. Die Planung berücksichtige auch die mit der NEX Factory verbundene Verbesserung der Personalaufwandsquote. Trotz steigender Vertriebskosten im Segment Pintsch, des IT-Budgets im Bereich Schaltbau durch die fortschreitende Digitalisierung und steigende Reise- und Messekosten nach dem Ende der Pandemie sinke die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zur Gesamttätigkeit kontinuierlich und liege 2024 und dem historischen Niveau.
- d. Bei den Abschreibungen werde übersehen, dass Abschreibungen auf die kapitalkonsolidierungsbedingten stillen Reserven aus der Planung eliminiert worden seien.
- e. Angesichts dessen könne bei den EBITDA und EBIT-Margen kein Veränderungsbedarf bestehen, wobei die EBIT-Marge im Terminal Value mit 8,2 % über der des letzten Planjahres liege.

- f. Sachgerecht erfolgt seien die Annahmen zur Thesaurierung, wobei die vollständige Thesaurierung 2024 vor allem auf dem Neubau der NExT Factory beruhe und mit erheblichen Investitionen verbunden sei. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 45 % in der Konvergenzphase und der Ewigen Rente entspreche dem Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen. Nicht beanstandet werden könne der Abzug für das thesaurierungsbedingte Wachstum in der Ewigen Rente in Höhe von 1 % des wirtschaftlichen Eigenkapitals; inflationsbedingte Kursgewinne unterlägen gleichfalls der Besteuerung.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in keiner seiner drei Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.
 - a. Dies gelte zunächst für den auf 0,1 % vor Steuern festgesetzten Basiszinssatz, der anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank nach der Svensson-Methode zukunftsorientiert geschätzt worden sei.
 - b. Der zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei sachgerecht über das (Tax-)CAPM hergeleitet worden, wobei die Marktrisikoprämie entsprechend den Empfehlungen des FAUB auf 5,75 % habe festgesetzt werden dürfen. Ebenfalls nicht beanstandet werden könne der Beta-Faktor von 0,85 unverschuldet und von 0,93 bis 0,96 verschuldet. Der originäre Beta-Faktor der Schaltbau Holding AG liege mit 0,8 nur unwesentlich niedriger und sei ohnehin maßgeblich in die Schätzung eingeflossen. Der aus Vergangenheitswerten abgeleitete Beta-Faktor könne nicht das künftig steigende Risiko der Gesellschaft als Folge der Tätigkeit in weniger regulierten Märkten wie der e-Mobility Automotive, New Energy oder New Industry abbilden. Angesichts einer Umsatzerzielung von 63,7 % im Ausland erscheine eine Beschränkung der Regression gegen einen nationalen Index nicht sachgerecht. Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen müsse nicht korrigiert werden, wobei die Einbeziehung ausländischer Unternehmen zulässig sei. Keinem der herangezogenen Peer Group-Unternehmen fehle die Vergleichbarkeit mit der Schaltbau Holding AG. Das Heranziehen nur eines Wochentags sei

ebenso eine statthafte Vorgehensweise wie der Verzicht auf ein Branchen-Beta.

- c. Der Wachstumsabschlag von 1,0 % müsse nicht erhöht werden. Mengen- und strukturbedingtes Wachstum scheidet angesichts des eingeschwungenen Zustands in der Ewigen Rente aus, weshalb sich ein Vergleich mit den Wachstumsraten der Vergangenheit und der Detailplanungsphase verbietet. Auch erfasse der Wachstumsabschlag nur inflationsbedingte Wachstumspotenziale, nicht aber das durch Thesaurierung finanzierte Wachstum. Das Gesamtwachstum von 4,1 % liege demgemäß deutlich höher. Das nominelle Wachstum von Unternehmen liege vielfach unter der allgemeinen konsumorientierten Inflationsrate. Bei der Schaltbau Holding AG müsse auch beachtet werden, dass sie sich in einem intensiven Wettbewerb mit oftmals größeren, internationalen und diversifizierter aufgestellten Unternehmen befinde. In den neuen Geschäftssegmenten fehle es zudem an hohen Markteintrittsbarrieren; gerade im öffentlichen Busverkehr erwarte man durch finanzstarke Börsenunternehmen wie die Siemens AG Kampfpreise. Die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der allgemeinen Inflationsrate stehe auch nicht in Widerspruch zu der Annahme, die Rendite von Aktien übersteige die Rendite öffentlicher Anleihen.
3. Positive Sonderwerte, insbesondere nicht betriebsnotwendiges Vermögen gebe es bei der Gesellschaft nicht. Immaterielle Vermögenswerte wie Marken seien betriebsnotwendig und daher nicht nochmals zu erfassen. Auswirkungen des steuerlichen Einlagekontos und der Verlustvorträge seien bei den zu erwartenden Steuern mindernd berücksichtigt worden; latenten Steuern fehle die Zahlungswirksamkeit
4. Aus der Angemessenheit der Barabfindung folge auch die Angemessenheit der Ausgleichszahlung. Die Heranziehung des Börsenkurses erfasse gerade auch die Ertragskraft. Der angesetzte Verrentungszinssatz bilde das Ausfall-/Bonitätsrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin ebenso wie das Risiko ab, nach dem Vertragsende an einem im Wert geminderten Unternehmen beteiligt zu sein. Mangels Bestehens einer Sicherungsklausel könne nicht nur auf das

Bonitätsrisiko abgestellt werden. Allerdings übersehe die Forderung nach einem höheren Verrentungszinssatz die im Vergleich zur Dividende höhere Sicherheit der Ausgleichszahlung. Risikomindernd wirke sich auch der Verlustausgleichsanspruch aus.

5. Über Vorerwerbspreise lasse sich ebenso wenig eine höhere Barabfindung herleiten wie über den Börsenkurs, bei dem die Referenzperiode sachgerecht hergeleitet worden sei, nachdem im Zeitpunkt der Ankündigung die Antragsgegnerin nicht zwingend Aktionärin sein müsse und bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag keine bestimmten Aktienmehrheiten erforderlich seien.

IV.

1. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 12.4.2023 (Bl. 136/137 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom 12.4.2023 (Bl. 145 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung der Bestellung (Bl. 138 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt im Wesentlichen die überhöht auf 5,75 % festgesetzte Marktrisikoprämie, eine fehlerhafte Zusammensetzung der Peer Group, den zu niedrig angesetzten Wachstumsabschlag und die unzureichende Berücksichtigung des Insolvenzrisikos beim Verrentungszinssatz zur Berechnung des Ausgleichs.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 31.8.2023 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer von
zusammen mit mündlich
angehört. Ferner hat das Gericht die Vertragsprüfer mit Beschluss vom 31.8.2023 (Bl. 300 d.A.) gebeten, in einer ergänzenden Stellungnahme zu Einzelfragen der Bewertung schriftlich Aussagen zu treffen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Vertragsprüfer

wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 31.8.2023 (Bl. 261/301 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme der Vertragsprüfer von vom 26.9.2028 (Bl. 306/315 d.A.).

- c. Den mit Schriftsatz vom 30.8.2023 (Bl. 253/254 d.A.) gestellten Antrag auf Änderung des Rubrums dahingehend, dass die Antragstellerin
alleinige Antragstellerin sei, zum einen
handelnd für
und zum anderen handelnd für
hat ihr Verfahrensbevollmächtigter,
mit Schriftsatz vom 13.9.2023 (Bl. 303/304 d.A.)
wieder zurückgenommen.

5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 31.8.2023 (Bl. 261/301 d. A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind zulässig, aber nicht begründet.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 1, Satz 2 SpruchG a.F., weil sie im Zeitpunkt der Antragstellung, also des Eingangs ihres

jeweiligen Antrags beim Landgericht München I, Aktionäre der Schaltbau Holding AG waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG a.F. beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 14.7.2022 erfolgte. Daher endete die Frist am 14.10.2022. Spätestens an diesem Tag gingen die Anträge aller Antragsteller beim Landgericht München I zumindest per Telefax und folglich fristwahrend ein, wie sich unmittelbar aus der Gerichtsakte ergibt.
3. 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 ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: BeckOGK, Stand: 1.10.2023, § 4 SpruchG Rdn. 24). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.
4. Die Antragstellerin zu 41) ist beteiligtenfähig. Allerdings wird eine Präklusionswirkung ungeachtet der Regelung in § 9 Abs. 3 SpruchG zu verneinen sein, wonach Zulässigkeitsrügen innerhalb der Erwiderungsfrist nach § 7 Abs. 2 SpruchG

geltend zu machen sind, nachdem verspätete Rügen, die die Zulässigkeit betreffen und von Amts wegen zu berücksichtigen sind, stets zu beachten sind (vgl. OLG München NZG 2015, 556, 557 = AG 2015, 277, 278 = ZIP 2015, 270 = BB 2015, 337; OLG Stuttgart AG 2015, 326, 329 = ZIP 2015, 681, 683; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2023, § 10 Rdn. 6; Koch, AktG, 17. Aufl., § 10 SpruchG Rdn. 8; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 10. Aufl., § 10 SpruchG Rdn. 19).

- a. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 40) resultiert aus ihrem Status als juristische Person nach US-amerikanischem Recht, dessen Anerkennung sich aus Art. XXIV Abs. 5 Satz 2 des Freundschafts-Handels- und Schifffahrtsvertrages zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika vom 29.10.1954 (BGBl. II 1956, S. 487) ergibt. Diese Vorschrift stellt eine staatsvertragliche Kollisionsnorm dar, der gemäß Art. 3 Abs. 2 EGBGB der Vorrang vor den Regeln des internationalen Gesellschaftsrechts zukommt. Danach gelten Gesellschaften, die gemäß den Gesetzen und sonstigen Vorschriften des einen Vertragsstaates in dessen Gebiet errichtet sind, als Gesellschaften dieses Vertragsteils; ihr rechtlicher Status wird im Gebiet des anderen Vertragsteils anerkannt.

Das Gesellschaftsstatut einer juristischen Person und damit auch deren Rechts- und Beteiligtenfähigkeit im Verhältnis zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den USA richtet sich grundsätzlich nach dem Recht des Staates, in dem die juristische Person gegründet wurde. Eine in Übereinstimmung mit den US-amerikanischen Vorschriften in den Vereinigten Staaten von Amerika wirksam gegründete, dort rechts- und parteifähige und noch bestehende Gesellschaft ist daher in der Bundesrepublik Deutschland regelmäßig unabhängig davon, wo sich ihr tatsächlicher Verwaltungssitz befindet, rechts- und damit partei- bzw. im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit verfahrensfähig (vgl. BGH NZG 2005, 44 = ZIP 2004, 2230, 2231 = DB 2004 2471 f. = BB 2004, 2595 = GmbHR 2005, 51, 52 = MDR 2005, 560, 561 = DStR 2004, 3213, 21,14 = GRUR 2005, 55 = DNotZ 2005, 141 = IPRax 2005, 340, 341). Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Es ist aus anderen Verfahren vorgelegten Dokumenten gerichtsbekannt, dass sie seit dem 5.9.2003 unter Registernummer 170638-92 beim

Handelsregister des Staates Oregon, USA, als Unternehmenstyp „Domestic Business Corporation“ mit dem Status „Active“ geführt wird. Angesichts dessen kann kein Zweifel daran bestehen, dass es sich bei der Antragstellerin zu 41) um eine juristische Person handelt, die beteiligtenfähig ist. Dabei muss die Kammer nicht entscheiden, ob auf das in der Literatur überwiegend abgelehnte Erfordernis eines „genuine link“, also das Bestehen tatsächlicher, effektiver Beziehungen zum Gründungsstaat (vgl. hierzu Thorn in: Grüneberg, BGB, 82. Aufl., Anh. zu Art. 12 EGBGB Rdn. 3; Drouven/Möll NZG 2007, 7 jeweils m.w.N.) tatsächlich verzichtet werden kann. In keinem Fall nämlich dürfen an diesen „genuine link“ zu strenge Anforderungen gestellt werden. Als ausreichend muss es nämlich bereits angesehen werden, dass die Gesellschaft in den USA irgendwelche geschäftlichen Aktivitäten entfaltet, nicht notwendigerweise im Gründungsstaat. Es kann nicht gefordert werden, dass dort auch der Verwaltungssitz liegt. Vielmehr soll dieses Erfordernis nur Missständen entgegenwirken und kann daher nur in extremen Ausnahmefällen zur Korrektur der staatsvertraglich festgelegten Anerkennung führen (vgl. BGH NZG 2005, 44 f. = ZIP 2004, 2230, 2231 f. = DB 2004, 2571, 2572 = BB 2004, 2595, 2596 = GmbHR 2005, 51, 52 f. = MDR 2005, 560, 561 = GRUR 2005, 55, 56 = DNotZ 2005, 141, 142 = IPRax 2005, 340, 341; BayObLG, Beschluss vom 28.6.022, Az. 101 Sch 120/21; Kindler in: Münchener Kommentar zum BGB, 8. Aufl., Internationales Wirtschaftsrecht, Rdn. 346 f.). Die Antragstellerin zu 41) ist im entsprechenden Register des US-Bundesstaats Oregon als „Active“ beschrieben und nimmt dort auch Dividendenzahlungen entgegen. Angesichts dessen kann an der Rechtsfähigkeit keinerlei Zweifel bestehen.

- b. Aufgrund der Anerkennung des rechtlichen Status der Antragstellerin zu 41) als in den USA gegründete juristische Person ist sie auch verfahrensfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 9 Abs. 3 FamFG.
5. Von einer doppelten Rechtshängigkeit kann hinsichtlich des Antrags der Antragstellerin zu 43) auch mit Blick auf den zu einem früheren Zeitpunkt beim Landgericht München I eingegangenen Antrag der Antragstellerin zu 19) nicht ausgegangen werden. Da es sich bei dem Spruchverfahren um ein Streitiges Verfahren der

freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt, kann ihm der zivilprozessuale Streitgegenstandsbegriff zugrunde gelegt werden (vgl. Wälzholz in: Widmann/Mayer, Umwandlungsrecht, 209. Erg. Lfg. November 2023, § 2 SpruchG Rdn. 8). Demgemäß wird der Verfahrensgegenstand durch den Antrag sowie den zur Begründung vom Antragsteller vorgetragene Lebenssachverhalt bestimmt. Zu diesem Lebenssachverhalt als Grundlage der Streit- bzw. Verfahrensgegenstandsbestimmung rechnen nach der ständigen Rechtsprechung des BGH alle Tatsachen, die bei einer vom Standpunkt der Beteiligten ausgehenden natürlichen Betrachtungsweise zu dem durch den Vortrag des Antragstellers zu Entscheidung gestellten Tatsachenkomplex gehören. Der Streitgegenstand wird durch den gesamten Lebenssachverhalt bestimmt, auf den sich das Rechtsschutzbegehren des Klägers bzw. hier des Antragstellers bezieht (vgl. nur BGHZ 117, 1, 5 = NJW 1992, 1172, 1173 = BB 1992, 1030, 1031 = MDR 1992, 293, 294; BGHZ 123, 137, 141 = NJW 1993, 2684, 2685 = ZIP 1993, 1495, 1496 = BB 1993, 1837 = VersR 1993, 452 = MDR 1993, 1117, 1118; BGHZ 194, 314, 320 = WM 2013, 1373, 1375 = MDR 2013, 417, 418 = WRP 2013, 472, 474 = AnwBl. 2013, 295, 296 f. = GRUR 2013, 401, 402; BGHZ 225, 59, 69 = NJW 2020, 3386, 3388 = WRP 2020, 851, 854 f. = GRUR 2020, 755, 758; Becker-Eberhard in: Münchener Kommentar zur ZPO, 6. Aufl., Vorbem zu § 253 Rdn. 32; Gele in: Anders/Gele, ZPO, 82. Aufl., § 2 Rdn. 4). Die Antragstellerin zu 43) macht als im Aktienregister eingetragene Aktionärin im eigenen Namen das Recht des Sondervermögens geltend. Als Antragstellerin zu 19) begehrt sie dagegen die Festlegung einer angemessenen Barabfindung für

Damit aber liegen

zwei unterschiedliche Lebenssachverhalte vor, weshalb eine doppelte Rechtshängigkeit nicht angenommen werden kann.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind jedoch nicht begründet, weil die in der Hauptversammlung vom 3.2.2022 auf € 50,33 je Aktie in § 5 Ziff. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages festgesetzte Barabfindung als angemessen angesehen werden muss.

Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hat gemäß § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils zu erhalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG muss der Vertrag in den Fällen, in denen der andere Vertragsteil eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder – wie hier – eine Barabfindung enthalten. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Hauptversammlung im Zeitpunkt des Beschlusses über den Vertrag berücksichtigen.

Dabei ist der Unternehmenswert im Wege einer Schätzung zu ermitteln, wobei weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz Bestimmungen dazu erhält, nach welcher Methode eine Schätzung vorzunehmen ist. Die jeweils geeignete Bewertungsmethode ist unter Beachtung des gesetzlichen Bewertungsziels auszuwählen, wobei die Frage welche der möglichen Auslegungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatrichterlichen Würdigung des Sachverhalts ist (vgl. BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; BGHZ 227, 137, 141 = NZG 2020, 1386, 1387 = AG 2020, 949, 950 = ZIP 2020, 2230, 2231 f. = WM 2020, 2139, 2140 = DB 2020, 2399, 2400 = Der Konzern 2021, 115, 116 = DZWIR 2021, 104, 105; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; NZG 2022, 362, 364 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; Beschluss vom 9.4.2021, Az. 31 Wx 2/19; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20). Dabei ist es nicht

geboten, zur Bestimmung des „wahren“ Wertes stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865).

Der für die Abfindung je Aktie maßgebliche Unternehmenswert wurde dabei im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., S. 353), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Schaltbau Holding AG zugrunde gelegt werden kann. 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 BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; NZG 2022, 362, 364 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; Beschluss vom 9.4.2021, Az. 31 Wx 2/19; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220,

2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20). Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist – wie ausgeführt - in Rechtsprechung und Literatur wie auch der bewertungsrechtlichen Praxis weithin anerkannt. Auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Die Kammer sieht diese Methode, auch wenn sie von einem privaten Verein entwickelt wurde und daher keinen bindenden Rechtsnormcharakter haben kann, als zur Unternehmenswertermittlung geeignet an, weshalb sie hier zugrunde gelegt werden kann.

Die Möglichkeit, den Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens entsprechend den Grundsätzen des IDW S1 sachgerecht zu ermitteln, zeigt sich letztlich auch anhand der Wertung der §§ 199 ff. BewG. Aufgrund von § 201 BewG bildet der zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahresertrag die Grundlage für die Bewertung bei steuerlichen Anlässen. Dieses Verfahren ist zwar von Typisierungen und Vereinfachungen geprägt, um die steuerliche Abwicklung zu erleichtern (vgl. Krumm in: Leingärtner, Besteuerung der Landwirte, 39. Erg.Lfg, Stand: Oktober 2021, Kap. 94 Rdn. 25), orientiert sich aber von der Methodik her an den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens entsprechend dem Standard IDW S1, wie es sich in der – auch von der höchst- und obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligten – Praxis durchgesetzt hat. Der Gesetzgeber geht in §§ 199 ff. BewG sehr wohl davon aus, dass sich der Unternehmenswert auf diese Art und Weise durch Kapitalisierung der künftig zu erzielenden Überschüsse

ermitteln lässt, wie dies auch dem Standard IDW S1 zugrunde liegt (vgl. auch OLG München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113 f.). Daher ist den im Hinweisbeschluss des Landgerichts Köln, Az. 82 O 2/16 geäußerten Zweifeln an der Tragfähigkeit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Standard IDW S1 nicht zu folgen.

Diesem Ansatz lässt sich auch nicht entgegenhalten, die Berechnung müsse in Anlehnung an die Best Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zumindest plausibilisiert werden. Die Ertragswertmethode ist in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis weithin anerkannt und üblich, weshalb sie entsprechend den Vorgaben insbesondere auch des BGH der Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde gelegt werden kann. Angesichts dessen bedarf es nicht zwingend einer weiteren Überprüfung durch eine andere Methode, die zudem nicht unerheblicher Kritik in der Fachliteratur ausgesetzt ist, weil das Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt unzulässiger Weise entferne und es auch zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung der Unsicherheit im Bewertungskalkül komme (vgl. Olbrich/Rapp CF 2012, 233 ff.; auch Quill, Interessengeleitete Unternehmensbewertung – Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Universität des Saarlandes, 2016, S.330 f.). Auf eine variable Bandbreite abzielende Empfehlungen sind keinesfalls besser geeignet als die Ertragswertmethode, weil eine Bandbreite keine angemessene Barabfindung darstellen kann, nachdem diese auf einen bestimmten Betrag lauten muss.

Für die Schaltbau Holding AG ergibt sich zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 3.2.2022 auf dieser Grundlage ein Unternehmenswert von € 547,606 Mio. und damit eine Barabfindung von € 50,33 je Aktie.

1. Grundlage für die Ermittlung 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; NZG 2022, 362, 367 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; 2014, 291, 296 f.; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; AG 2023, 284, 287 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19).

Diese Grundsätze wurden bei der Schaltbau Holding AG zutreffend angewandt.

a. Dies gilt zunächst für die allgemeinen Grundsätze der Planung.

- (1) Die jeweils drei Jahre für den Zeitraum von 2015 bis 2021 umfassende Vergangenheitsanalyse lässt nicht auf eine fehlerhafte Planungssystematik schließen. Diese verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind (vgl. OLG Frankfurt AG 2020, 955, 958; LG München I AG 2020, 222, 224 = Der Konzern 2020, 311, 312). Der hierfür heranzuziehende Betrachtungszeitraum beträgt üblicherweise zwei bis drei Jahre, wie der Kammer aus einer Vielzahl bei ihr anhängiger Spruchverfahren bekannt ist.

Die Planung war in der Vergangenheit zumeist besser als die Ist-Ergebnisse, wobei dies nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer vor

allem für das EBIT gilt, wobei über einen Zeitraum von zwei oder drei Jahren das geplante EBIT nie erreicht werden konnte. Beim Umsatz waren gerade im ersten Planjahr geringfügige Über- oder Unterschreitungen festzustellen. All dies zeigt einen strategischen und durchaus ambitionierten Charakter der Planung, lässt aber keinen Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik zu. Die Ist-Ergebnisse waren in den Jahren der Vergangenheitsanalyse nämlich durch eine Vielzahl von Sondereinflüssen geprägt, worauf im Prüfungsbericht hingewiesen wird. Dabei sind vor allem die bis in das Geschäftsjahr 2019 andauernde wirtschaftlich angespannte Situation, die Covid-19-Pandemie, die Strategieanpassung als Folge des Wechsels im Vorstand der Gesellschaft sowie die Möglichkeit der Beeinflussung der Planungsgenauigkeit durch denkbare zeitliche Verschiebungen von Großprojekten in öffentlichen Vergabeprozessen zu berücksichtigen.

- (2) Der Unternehmensbewertung konnten die Planzahlen des Vorstands zugrunde gelegt werden. Diese Vorgehensweise entspricht dem Konzept der Ertragswertermittlung, das auf die künftige Entwicklung der Gesellschaft aufbaut, wie sie in der Planung niedergelegt ist. Die Erstellung einer Planung für die kommenden Geschäftsjahre gehört indes zu den originären Aufgaben des Vorstands einer Aktiengesellschaft (vgl. Kort in: Großkommentar zum AktG, 5. Aufl., § 76 Rdn. 46). Dabei konnten der Planung auch die IFRS-Zahlen zugrunde gelegt werden. Die wesentlichen Konzern-Kennzahlen sind im Geschäftsbericht des Jahres 2021 nach den internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS abgebildet und nicht nach den Bilanzierungsgrundsätzen des HGB, das vom Vorsichtsprinzip geprägt ist, das der Unternehmensbewertung indes fremd ist. Die Analyse der Vergangenheit erfolgt auf der Grundlage der Konzern-G+V-Rechnung, die wiederum nach IFRS erstellt wurde. Der Gesetzgeber geht in § 315 e HGB von der Gleichwertigkeit der möglichen Bilanzierungsmethoden aus, wenn er für kapitalmarktorientierte Unternehmen die Rechnungslegung nach IFRS vorschreibt und nichtkapitalmarktorientierten Gesellschaften gestattet, ihre konsolidierten Abschlüsse nach IFRS aufzustellen.

Die IFRS-Regelungen sollten besondere Informationsfunktionen über die Vermögens- und Finanzlage, deren Veränderungen und die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens ermöglichen. Dann aber sind sie auch geeignet, aus ihnen eine Planung als Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswertes und damit einer angemessenen Abfindung herzuleiten (vgl. OLG Düsseldorf AG 2006, 363, 365 f. = DB 2006, 2223, 2225).

- (3) Die Dauer der die drei Jahre von 2022 bis 2024 umfassenden Detailplanungsphase bedarf keiner Korrektur. Der Kammer ist aus einer Vielzahl von bei ihr anhängigen oder anhängig gewesenen Spruchverfahren bekannt, dass diese Phase I zumeist eine Zeitspanne zwischen drei und fünf Jahren umfasst.
- (4) Eine unzulässige oder zumindest kritisch zu würdigende Anlassplanung mit dem Ziel der Einflussnahme der Antragsgegnerin, möglichst niedrige Kompensationsleistungen festzusetzen, kann vorliegend nicht angenommen werden. Zwar muss davon ausgegangen werden, dass ausschließlich zu Bewertungszwecken außerhalb des regulären Planungsprozesses erstellte Sonderplanungen kritisch zu hinterfragen sind (vgl. OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f. = Der Konzern 2015, 550, 553; OLG Frankfurt Der Konzern 2018, 74, 76; OLG Karlsruhe, AG 2016, 672, 674; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, 5. Aufl., Anh § 305 Rdn. 27b).
- (a) Die hier vorgenommene Verkürzung des Planungsprozesses im Vergleich zu den Vorjahren vermag einen solchen Rückschluss indes nicht zu rechtfertigen. wies im Rahmen
seiner Anhörung darauf hin, dass die lange Dauer des Planungsprozesses in der Herunterführung der Planung bis auf Kontenebene begründet gewesen sei. Davon wurde im Interesse der Aktualität abgewichen. Der üblicherweise im Juni gestartete Planungsprozess wurde gestoppt und im Oktober 2021 als bottom up-Planung neu gestartet. Damit aber konnten aktuellere

Informationen aus dem laufenden Geschäftsjahr in die Planung einfließen und berücksichtigt werden. Ohne Berücksichtigung neuerer Entwicklungen bei den Planansätzen würde die Abfindung nämlich nicht mehr die Verhältnisse zum Stichtag der Hauptversammlung widerspiegeln, wie dies von den maßgeblichen Vorschriften der §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG jedoch gefordert wird (vgl. OLG München AG 2019, 659, 660; LG München I, Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5 HK O 5781/15; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21 S. 32).

- (b) Allein aus dem Umstand, dass die _____ und _____ sowohl dem Vorstand der Beklagten als auch der Geschäftsführung der Antragsgegnerin angehören, kann nicht geschlossen werden, es liege eine unzulässige Anlassplanung oder eine nicht gerechtfertigte Einflussnahme auf die Planung von Seiten der Antragsgegnerin vor. Dies ergibt sich bereits aus der Tatsache, dass die beiden Vorstandsmitglieder erst zu einem späteren Zeitpunkt Geschäftsführer der Antragsgegnerin wurden. Vor allem aber wiesen die Vertragsprüfer auf den hohen Detaillierungsgrad der Planung und die Durchführung des Planungsprozesses ohne Vorgaben des Vorstands hin. Ebenso wenig kann aus der Tatsache, dass Vertraute eines aktivistischen Investors im Aufsichtsrat der Gesellschaft vertreten sind, auf eine unzulässige Anlassplanung geschlossen werden. Die Vertragsprüfer konnten in den von ihnen eingesehenen Aufsichtsratsprotokolle keinerlei Hinweise auf derartige Einflussnahmen auf die Planung finden.
- (c) Die Verschlechterung der Planzahlen im Vergleich zu den noch 2011 erfolgten Annahmen eines Umsatzes von € 750 Mio. bis € 800 Mio. im Jahr 2026 belegt gleichfalls nicht das Vorliegen einer Anlassplanung. Diese Zahlen entstammen einer im Jahr 2021 erstellten Planung, die zum Teil schon durch die Ist-Zahlen überholt war. Zudem beruht die Zielsetzung von € 750 Mio. bis € 800 Mio. an Umsatz nicht auf einer detaillierten Planungsrechnung,

sondern stellt eine Zielsetzung für eine strategische Ausrichtung dar, wie die Vertragsprüfer erläuterten. Diese Aussage über das Fehlen einer detaillierten Planungsrechnung steht auch in Einklang mit den Planungsprozessen, wie sie bei der Gesellschaft in der Vergangenheit durchgeführt wurden und die einen Zeitraum von drei Jahren umfasste. Das Jahr 2026 konnte von den Zahlen des Jahres 2021 gerade nicht erfasst sein, weil der Planungshorizont dann schon im Jahr 2023 endete. In diesem Zusammenhang muss vor allem auch beachtet werden, dass es tatsächlich Gründe dafür gab, warum die noch im Jahr 2021 kommunizierten Ziele für Umsatz und EBIT im Jahr 2026 nicht mehr in der Planung dargestellt werden durften. Das Automotive-Komponentengeschäft wurde um etwa zwei Jahre nach hinten geschoben im Vergleich zu den Aussagen des Jahres 2021. Die Vertragsprüfer von [redacted] verweisen in Ihrem Prüfungsbericht weiterhin darauf, dass es eine deutlich verschlechterte Einschätzung des Rail-Komponentengeschäfts mit China gab und es keine planerische Vollkonsolidierung des türkischen Joint Venture BoDo gab. Diese drei Effekte führten zur Annahme eines deutlich geringeren Umsatzwachstums.

- (d) Aus der Investorenvereinbarung vom 7.8.2021 lässt sich eine Schlussfolgerung in Richtung auf eine fehlerhafte Planung im Sinne einer unzulässigen Anlassplanung nicht herleiten. Diese Vereinbarung enthielt nach den von [redacted] vermittelten Erkenntnissen nämlich keinerlei Vorgaben zur Planung. Lediglich sollte in einer Konsortialkreditvereinbarung die langfristige Finanzierung wie auch die Sicherstellung der weiteren Investitionen und weiteren Wachstums garantiert werden. Soweit es Zusagen für die Unterstützung des Wachstums durch gezielte Akquisitionen gab, waren diese noch nicht hinreichend konkretisiert, weshalb sie in die Planung nach den Grundsätzen der Wurzeltheorie nicht einfließen konnten. Danach sind nämlich nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag

herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S.365; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Aussagen zu Strategieänderungen im Zusammenhang mit der Konsortialvereinbarung und den Investorenvereinbarungen sind nicht bekannt geworden.

- (5) Die Veränderungen im Planungsprozess nach dem Eintritt der Mehrheitsaktionärin können die Plausibilität der Planung nicht infrage stellen. Das neue Management führte nach den Erläuterungen von eigene Analysen und Einschätzungen durch; derartige Einschätzungen können auch von denen der früheren Organmitglieder durchaus abweichen, wobei dann auch die neueren, zu schlechteren Ergebnissen führenden Ist-Zahlen berücksichtigt werden konnten. Zudem muss klar zwischen den operativen Planungsrechnungen bis 2024 einerseits und den langfristigen Ergebnis- und Umsatzzielen andererseits unterschieden werden. Diese langfristige Zielplanung hat vor allem Anreizcharakter und ist die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses eingeflossen.

Aus späteren EBITDA-Zahlen oder EBIT-Zahlen kann eine fehlerhafte Planung nicht hergeleitet werden, selbst wenn sie vom selben Management kommuniziert wurden. Die Planung muss nämlich aus Sicht ex ante plausibilisiert werden, so dass aus Abweichungen im später tatsächlich erzielten Ergebnis beim EBITDA oder den EBITDA-Margen nicht zwingend ein Rückschluss auf eine zu pessimistische Planung gezogen werden kann. Dabei kann als Ursache durchaus die weitere Entwicklung der Covid-19-Pandemie, aber auch die Auswirkungen des Angriffskriegs der Russischen Föderation in der Ukraine mit einer verstärkten Verlagerung auf die Schiene als Ursache in Betracht gezogen werden.

- (6) Im Vergleich zu den letzten Planungen gab es Abweichungen für die Planannahmen der Jahre der Detailplanungsphase, die der Bewertung zugrunde gelegt wurden. nannte hier die geänderten Finanzierungsmöglichkeiten als Folge der Übernahme der Gesellschaft durch Gruppe, die zu Finanzierungssicherheit, aber auch zu höheren Konditionen führten. Zudem lief der Einstieg in den Automotive-Bereich schwieriger an, weil keine Aufträge gewonnen wurden. Ebenso stellte sich die Marktlage in China als schwierig dar; auch ein Joint Venture mit Bode-Türkei kam nicht zustande, so dass dies nicht eingeplant werden konnte. Einige große Aufträge aus dem Jahr 2021 konnten nicht mehr gewonnen werden, weshalb nur geringere Umsatzerwartungen in die Planung einfließen konnten.
- b. Bei der Umsatzplanung muss von plausiblen Ansätzen ausgegangen werden, weshalb keine Anpassungen vorgenommen werden können.
- (1) Die Planung eines Umsatzwachstums in der Detailplanungsphase mit einem CAGR von 5,4% kann nicht als unplausibel angesehen werden, auch wenn der Wettbewerber Knorr Bremse AG höhere Wachstumsraten erzielt und das Wachstum im Verlauf der Phase I nicht mehr auf dem Niveau der ersten Jahre gehalten werden kann. Die Kenngrößen von Peer Group-Unternehmen wie Umsatzwachstum oder auch deren

EBIT-Margen lassen sich nicht unmittelbar auf das Bewertungsobjekt übertragen – ungeachtet der grundsätzlichen Vergleichbarkeit hat jedes Unternehmen eine unterschiedliche Struktur, weshalb das Umsatzwachstum oder Margen nicht identisch sein können; es gibt kein einziges absolut identisches Vergleichsunternehmen. Die Umsätze und Bestandsveränderungen wachsen um jährlich etwa 6 %, so dass insoweit durchaus von einer Annäherung an den Wettbewerber Knorr Bremse AG gesprochen werden kann.

Bei den einzelnen Segmenten müssen negative Entwicklungen berücksichtigt werden, die zu niedrigeren Wachstumsraten führen, wie dies unten bei den einzelnen Geschäftsbereichen dargestellt werden wird. Die Planung vernachlässigt ebenso wenig fehlerhaft eine zunehmende Nachfrage nach Gleichstromtechnik bei Hochenergiebatterien für E-Autos und in der Industrie für Windräder, Solaranlagen oder Schnellladestationen wie auch die Chancen aus der Digitalisierung von 400.000 Stellwerken auf den Regionalstrecken der Deutschen Bahn. Der Prüfungsbericht weist bereits darauf hin, dass die Bedeutung der Produktgruppe „Stellwerkstechnik“ in der Planung mit einer deutlichen Zunahme hinreichend abgebildet ist. Die Umsatzerlöse sollen von etwa € 10 Mio. im Jahr 2020 auf rund € 32 Mio. im Geschäftsjahr 2023 ansteigen, wozu insbesondere das Projekt „Zwieseler Spinne“ beitragen wird. Dieses Pilotprojekt der Deutsche Bahn Netz AG, in dem von Ende 2020 bis Ende 2023 ein neues digitales Stellwerk entwickelt und in Betrieb genommen werden soll, ist in der Detailplanungsphase mit Umsätzen in zweistelliger Millionenhöhe abgebildet. Im Übrigen soll der Umsatz in der Produktgruppe „Stellwerkstechnik“ entsprechend dem erwarteten weiteren Marktwachstum ansteigen. Für weitere Projekte im Stellwerksbereich war zum Stichtag der Hauptversammlung nach den Angaben von im Termin zur mündlichen Verhandlung indes völlig offen, wer welche Produkte wann und wie im Zuge der Modernisierung der Bahn gewinnen wird. Die Vergabe derartiger Aufträge kann nur auf der Grundlage von Ausschreibungen erfolgen, weshalb im Rahmen dieser Ausschreibungen auf wettbewerbsfähige Preise geachtet werden muss.

Ungeachtet dieser Unsicherheit ging die Planung aber von erheblichen Steigerungen aus.

Erhebliche, wenn auch anders gelagerte Risiken bestehen im Industriebereich. Dies zeigt sich daran, dass gerade die Automobilindustrie Lieferung „just in time“ wünscht, weshalb eine erhebliche Produktvielfalt in einem sehr wettbewerbsintensiven Bereich besteht. Bei den Batterien ist die Schaltbau Holding AG gegen großen Wettbewerber wie Panasonic und TE Connectivity nicht wettbewerbsfähig, während sie bei den Hochenergiebatterien in einem erheblichen Wettbewerb mit sehr kapitalintensiven Unternehmen wie Siemens, ABB oder Heliiox steht. Auch in den von den Vertragsprüfern besichtigten Hallen in Dinslaken ist keine Produktion in einer Größe möglich, wie sie für den Industriebereich benötigt wird.

- (2) Die Entwicklung der Umsatzzahlen im Segment Bode mit einem Umsatz von € 259,14 Mio. im Jahr 2022, von € 270,14 Mio. im Jahr 2023 und von € 273,3 Mio. im Jahr 2024 kann nicht als unplausibel eingestuft werden. Das durchschnittliche jährliche Wachstum von 4 % kann nicht als zu gering eingestuft werden, selbst wenn sich die Busreisetätigkeit nach dem Ende der Pandemie normalisiert habe, der Individualverkehr in Metropolregionen zurückgehe und das 9-Euro-Ticket gefördert werde.
 - (a) Ein Zusammenhang zwischen kurzfristigen Schwankungen der Busreisetätigkeit und langfristigen Investitionen in diesem Bereich kann nicht angenommen werden. Zudem musste im Automotive-Geschäft von einem rückläufigen Verlauf ausgegangen werden, weil die bisherige Zusammenarbeit mit einem großen Kfz-Hersteller im Bereich von Beschlägen für Schiebetüren bei der nächsten Fahrzeuggeneration nicht fortgesetzt und von Folgeaufträgen nicht zwingend ausgegangen werden konnte, worauf sowohl im Bewertungsgutachten von [redacted] wie auch im Prüfungsbericht von [redacted] hingewiesen wurde. Ergänzend führten die Vertragsprüfer aus, dass der die Produktion

von Kofferaufbauten betreffende Vertrag für Street Scooter, die für die Deutsche Post gebaut wurden, auslief, weil dies die Post übernahm und diese Street Scooter auch nicht mehr hergestellt würden. Ebenso läuft der Kontrakt mit dem Großanbieter EVO-Bus im Jahr 2021 aus, für den Zustiegssysteme geliefert wurden, die dieser nun selbst herstellt.

- (b) Die Auswirkungen des 9-Euro-Tickets waren in der Planung nicht zu berücksichtigen. Der Gesetzentwurf der Fraktionen SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP zum Siebten Gesetz zur Änderung des Regionalisierungsgesetzes (BT-Drs. 20/1739) Stand vom 10.5.2022; der Deutsche Bundestag hat dem Gesetzentwurf am 19.5.2022, der Bundesrat am 20.5.2022 zugestimmt. Unter Berücksichtigung der Wurzeltheorie und der für Gesetzesvorhaben hierzu entwickelten Grundsätze können die Auswirkungen des 9-Euro-Tickets bei einer Unternehmensbewertung, deren Stichtag etwas mehr als drei Monate vor dem Beginn des Gesetzgebungsverfahrens liegt, keinesfalls einfließen. Bei Maßnahmen des Gesetzgebers kann eine Berücksichtigung nämlich erst dann erfolgen, wenn die an einem Zustimmungsgesetz zu beteiligten Gesetzgebungsorgane – mithin der Deutsche Bundestag und der Bundesrat – die entsprechenden Beschlüsse gefasst haben (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.5.2016, Az. I-26W 2/16 [AktE]; LG München I, Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5 HK O 16022/07; Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5 HK O 6680/10; Beschluss vom 22.6.2022, Az. 5HK O 16226/08).
- (c) Die Rügen, die Planung lasse eine ungünstige Branchenstruktur mit verhältnismäßig geringem Wettbewerbsdruck unberücksichtigt, vermag eine nicht mehr plausible Planung nicht zu rechtfertigen. verwies bei der Anhörung in diesem Zusammenhang auch auf das Auslaufen des Busgeschäfts mit EVO-Bus. Ebenso verwies er darauf, dass Bode perspektivisch

Schwierigkeiten habe, sich gegenüber Wettbewerbern in und aus der Türkei und China durchzusetzen. Aufträge konnten trotz Preisreduktionen um 20 % aus diesem Grund nicht gewonnen werden.

- (3) Im Segment Schaltbau mit einer Planung von Umsätzen in Höhe von € 164,846 Mio., € 173,417 Mio. und € 192,730 Mio. in den Jahren der Detailplanungsphase besteht angesichts der Plausibilität dieser Zahlen kein Korrekturbedarf. Ein noch höheres Wachstum mit einer durchschnittlichen Rate von 7,9 % kann ungeachtet der Tatsache, dass dieses Segment in hohem Maße von der globalen Verstärkung und der zunehmenden Nutzung von Bahnsystemen profitiert, nicht angenommen werden. Dieser Geschäftsbereich umfasst nämlich insbesondere auch den im Aufbau befindlichen Automotive-Bereich, wo die Gesellschaft als Neuling noch sehr klein ist. Ungeachtet der Tatsache, dass es zum Stichtag der Hauptversammlung kaum abgeschlossene Verträge gab und Vertriebsstrukturen erst noch aufzubauen sind, die sich von denen im bisherigen Bahngeschäft unterscheiden, weshalb allenfalls in begrenztem Umfang auf dortige Erfahrungen zurückgegriffen werden kann, muss ein durchschnittliches Wachstum von 7,9 % p.a. in diesem Segment in Übereinstimmung mit der Einschätzung von
als optimistisch angesehen werden.

erläuterte zudem die Notwendigkeit des Baus von Produktionsanlagen; dennoch floss ein Mehr an Umsatz ein. Wenn dann in der Konvergenzphase noch ein Wachstum von 10 % für diesen neuen Bereich angesetzt wird, der nur einen Teilbereich der Tätigkeit der Schaltbau GmbH umfasst, kann ein Gesamtwachstum in der Detailplanungsphase, auf die eine Konvergenzphase aufsetzt, nicht als zu pessimistisch angesehen werden. Mangelnde Plausibilität kann damit jedenfalls nicht begründet werden.

- (4) Kein Korrekturbedarf besteht im Bereich SBRS, für den die Planung Umsätze von € 36,906 Mio., € 40,886 Mio. und € 45,886 Mio. zugrunde legt. Ein höherer Umsatz kann namentlich nicht aus Überlegungen von

Seiten der Gruppe zu einem höheren Verkaufspreis für diesen Geschäftsbereich abgeleitet werden.

- (a) Aus den von den Vertragsprüfern eingesehenen Vorstands- und Aufsichtsratsprotokollen bis zum Stichtag der Hauptversammlung gab es keinerlei Hinweise auf hinreichend konkrete Verkaufsabsichten mit bestimmten Verkaufserlösen, die eine Berücksichtigung in der Unternehmensplanung nach den Grundsätzen der Wurzeltheorie ermöglicht hätten. Zwar ergab sich aus einem Protokoll vom Januar 2022 ein Hinweis auf einen möglichen Verkauf. Bei einem Gespräch am 27.1.2022, bei dem diese Problematik thematisiert wurde, erhielten die Vertragsprüfer indes die Information, es gebe noch keine konkreten Pläne und Ergebnisse und vor allem auch noch keine Einleitung eines formalen Verkaufsprozesses. Mögliche Verkaufserlöse waren nach den den Vertragsprüfern gegebenen Informationen ebenso wenig absehbar wie ein konkreter Käufer bekannt war. Ausweislich des Vorstandsprotokolls und der Aussagen gegenüber [redacted] und [redacted] war lediglich ein Projektname definiert. Auch sollte nach den von [redacted] vermittelten Informationen eine Investmentbank erst noch gesucht werden. Auf Nachfrage der Vertragsprüfer verneinte der Vorstand der Gesellschaft die Nachhaltigkeit der Überlegungen. Als Ursache für diese verwies der Vorstand auf SBRS als ein Nischenprodukt, das nicht in die Welt der Schaltbau passe und in das erheblich mit Kapital investiert werden müsse, um es groß zu machen.
- (b) Aus der von [redacted] kolportierten Bewertung des Unternehmensteils SBRS mit € 100 Mio. und dem letztlich gezahlten Kaufpreis von € 113,1 Mio. kann keine Unangemessenheit des gesamten Unternehmenswerts der Gesellschaft von € 547,6 Mio. hergeleitet werden. Der gezahlte Kaufpreis ist keine Indikation für einen höheren Wert der Schaltbau Holding AG. Im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ist der objektivierte

Wert zu ermitteln; dieser stellt sich als intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert aus der Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und -risiken finanziellen Möglichkeiten sowie sonstiger Einflussfaktoren bestimmten lässt. Der objektivierte Unternehmenswert ist folglich unabhängig von etwaigen individuellen Wertvorstellungen beteiligter Parteien (vgl. BGH NJW 2014, 294, 297 = MDR 2014, 93, 95 = FamRZ 2014, 98, 102 = NZF am 2014, 20, 23; Mandl/Rabel/Enzinger in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 56; Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 41; Franken/Schulte/Brunner/Dörschell, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 366). Demgegenüber ergibt sich ein Unternehmenspreis im Rahmen von Kaufverhandlungen, wobei neben dem Unternehmenswert auch strategische Ziele, nicht finanzielle Komponenten, Stärke der jeweiligen Verhandlungsposition, im Einzelfall auch Zeitdruck oder die finanzielle Situation des Verhandlungspartners eine Rolle spielen können (vgl. Bömelburg in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 182), Daher kann der tatsächlich erzielte Preis sehr wohl vom objektivierten Unternehmenswert abweichen. Der Bieter oder Erwerber möchte vielfach echte Synergieeffekte erzielen, die beim objektivierten Unternehmenswert keine Rolle spielen, weil dies der Bewertung Stand alone widersprechen würde, oder eigene strategische Ziele verfolgen. Gerade dieser Umstand kann auch vorliegend eine wesentliche Rolle gespielt haben, weil Shell als Erwerber strategisch sehr stark bemüht ist, „green“ zu werden und das Geschäft mit erneuerbaren Energien voranzutreiben. Shell ist sehr aktiv, wenn es um das Aufladen von Autos mit Strom geht.

Eine eigenständige Bewertung dieses Unternehmensteil wurde nicht durchgeführt und war auch nicht geboten, um diesen Unternehmensteil in den Gesamtwert des Unternehmens einfließen

zu lassen. Eine Unternehmensbewertung nach sum-of-the-parts-Grundsätzen ist nicht angezeigt gewesen, weil es sich vorliegend nicht um eine Gesellschaft mit einem sehr niedrigen Integrationsgrad handelt und die einzelnen Gesellschaften mit den dort gebündelten Tochtergesellschaften auch nicht weitgehend eigenständig handeln.

- (c) Allein die Tatsache, dass in dem Segment das Volumen des Jahres 2021 in Höhe von € 53,6 Mio. in Phase I nicht mehr erreicht werden soll, rechtfertigt keinen Rückschluss auf eine zu konservative und damit nicht mehr plausible Planung. Das in der Vergangenheit durchgeführte Großprojekt in Mexiko war insgesamt stark negativ. Es mussten viele Leistungen zugekauft werden, während die regelmäßigen Umsätze relativ gering waren. Daher bezeichnen es die Vertragsprüfer als positiv, wenn sich solche Projekte nicht mehr wiederholen.

- (5) Im Geschäftsbereich Pintsch müssen keine Plananpassungen vorgenommen werden, weil die entsprechenden Ansätze für die Jahre 2022 bis 2024 mit Umsätzen von € 108,394 Mio., € 111,133 Mio. und € 112,133 Mio. als plausibel einzustufen sind.
 - (a) Insgesamt ist in Phase I ein deutliches Wachstum der Umsätze von durchschnittlich 9,4 % pro Jahr zu verzeichnen, wobei diese ganz zentral auf das Projekt „Zwieseler Spinne“ zurückzuführen sind, deren weitere Entwicklung entsprechend den bereits oben dargestellten Erwägungen aber nicht sicher fortgeschrieben werden kann, woraus sich auch rückläufige Wachstumsraten nach 2023 erklären lassen. Auch die Produktgruppe Lichttechnik bringt mit einem Umsatz von etwa € 1,3 Mio. im Jahr 2020 und einem Anstieg auf € 7,5 Mio. und damit mit einer Versechsfachung gleichfalls erhebliches Wachstumspotenzial, das auf die positive Entwicklung mit zwei (Neu-)Kunden zurückgeführt

werden muss. Eine Veränderung in der Produktpipeline konnten die Vertragsprüfer nicht erkennen.

Auch das Bewertungsgutachten verweist darauf, dass angesichts der parallelen Entwicklung einer digitalen Stellwerkstechnik auch durch andere Unternehmen und das Feststehen oder Nichtfeststehen eines Erfolgs nicht vor 2023/2024 feststehen wird, weshalb die Möglichkeit von Folgeprojekten noch nicht als in der Wurzel angelegt angesehen werden kann.

- (b) Da der Verkauf der Produktgruppen Weichenheizsysteme und Industrie-/Sensortechnik geplant ist, wird der Umsatzanstieg im Bereich Fördertechnik auf der Grundlage des Anlaufens eines Großprojekts in den Niederlanden zumindest zum Teil kompensiert, weshalb der Umsatz im Jahr 2023 nur um etwa 2,5 % ansteigen wird. Bei einer Bereinigung um diesen Effekt käme es nach den Ausführungen im Bewertungsgutachten, an deren Richtigkeit insoweit nicht zu zweifeln ist, zu einem Umsatzwachstum von über 10 %. Vor den Jahren 2025 oder 2026 kann nicht mit Folgeprojekten im Bereich „digitales Stellwerk“ gerechnet werden. Allerdings kann dieser Effekt in der Fördertechnik sowie durch eine geografische Expansion im Bereich der Achszähler aufgefangen werden. Zudem erwartet die Gesellschaft, dass ab 2024 der Zertifizierungsprozess der Weichenantriebe der im Jahr 2021 erworbenen Wolber Antriebstechnik GmbH abgeschlossen sein wird, womit zusätzliches Umsatzpotenzial erschlossen werden kann. Bereinigt um das Auslaufen der „Zwieseler Spinne“ errechneten die Wirtschaftsprüfer von _____ ein Umsatzwachstum von über 10 % auch im Jahr 2024.
- b. Das Beteiligungsergebnis wurde zunächst auf der Grundlage der Ergebnisse der Vergangenheit veranschlagt, die mit dem Betrag eingeflossen sind, der dem Barwert entspricht. In der Vergangenheit wurde nach den Ausführungen des Vertragsprüfers auch Abschreibungen von Beteiligungsbuchwerten in Spanien, China und Brasilien vorgenommen. In dieses

Beteiligungsergebnis floss auch das Ergebnis aus dem nicht konsolidierten Joint Venture BoDo ein. Der Beteiligungsertrag der Schaltbau Holding AG wurde dann so ermittelt, dass die Beteiligungsergebnisse des Jahres 2024 mit einer Wachstumsrate von 1 % fortgeschrieben wurden.

- c. Kein Änderungsbedarf besteht bei den Ansätzen zur Aufwandsplanung.
- (1) Dies gilt zunächst für den Personalaufwand in Höhe von € 181,537 Mio., € 189,883 Mio. und € 197,012 Mio. in den Jahren der Detailplanungsphase.
- (a) Dieser ist nicht deshalb zu hoch angesetzt, weil Einsparmöglichkeiten aus dem vermehrten Einsatz von Künstlicher Intelligenz in den Bereichen allgemeine Verwaltungskosten, Rechnungswesen oder Marketing hätten einfließen müssen.
wies darauf hin, dass bei der Gesellschaft keine konkreten Einsatzfelder für Künstliche Intelligenz festzumachen seien. Die Personalkostenquote ist durch die Verwaltungskosten erheblich beeinflusst. Allerdings muss hier gesehen werden, dass die Personalaufwandsquote um einen Prozentpunkt rückläufig war. Demgegenüber liegt das CAGR der Umsatzerlöse mit 5,4 % über dem Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate der Personalkosten mit 4,6 %. Geplantes Wachstum wird also mit weniger Personal erzielt.
- (b) Die Personalkosten können auch nicht deshalb als zu hoch geplant angesehen werden, weil sie einerseits projektbezogen gebunden sein sollen, andererseits aber mit einem beständig hohen Personalaufwand auf sehr hohem Niveau mit einer Personalaufwandsquote von 32 % kalkuliert werde und die Wachstumsstrategie nur dann Sinn mache, wenn sich die Personalaufwandsquote weiter bei einem niedrigeren Niveau in Höhe der reinen Gehaltssteigerungen nivellieren müsse. Diese Rüge übersieht, dass die Schaltbau Holding AG den Einstieg in neue

Geschäftsfelder plant, was auch zur Überzeugung der Kammer einen Personalaufbau gerade im Vertrieb und auch für die neue Fabrik in Velden erforderlich macht. Daher ist nicht erkennbar, wie die Gesellschaft mit noch geringeren Personalkostenquoten auskommen könnte.

- (2) Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in absoluten Zahlen ist plausibel und muss demzufolge nicht korrigiert werden. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten insbesondere auch Vertriebsaufwendungen für Messen, die 2021 und zum Teil auch in 2022 aufgrund der Covid-19-Pandemie nicht stattfinden konnten, aber in den folgenden Planjahren wieder angesetzt wurden. Ungeachtet der Entwicklung der absoluten Zahlen sinkt aber das Verhältnis der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zum Umsatz von 8,47 % im Jahr 2022 über 8,29 % im Jahr 2023 auf 8,22 % im letzten Jahr der Detailplanungsphase.
- d. Die Planung berücksichtigt sachgerecht Synergieeffekte aus der Zusammenarbeit mit der Antragsgegnerin als Teil der Gruppe.
- (1) Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 178; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 4. Aufl., § 9 Rdn. 47; Decher in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 115, 123 ff.),

während sogenannte echte Synergien, derentwegen üblicherweise die Strukturmaßnahme durchgeführt wird, regelmäßig nicht in die Bewertung einfließen können (vgl. OLG München AG 2018, 753, 755 = Der Konzern 2019, 277, 280; OLG Düsseldorf AG 2017, 712, 714; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 31a; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 180). Unechte Synergien sind zu berücksichtigen, wenn die synergienstiftende Maßnahme am Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert war (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 840, 843; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 31b).

- (2) In die Planung eingeflossen und zum Teil auch bereits eingetreten sind Synergien in Bezug auf die Fremdkapitalausstattung. Die Gesellschaft erhielt von der Antragsgegnerin ein Darlehen über € 114 Mio., mit dem eine bestehende Finanzierung über Darlehensverträge abgelöst wurde, die in weiten Teilen nur mehr kurze Restlaufzeiten sowie Chance of Control-Klauseln enthielten. Die Schaltbau Holding AG wartete nicht alle Kündigungen ab und stellte mit dem neuen Darlehen der Antragsgegnerin die Finanzierung langfristig neu auf.

Das Gesellschafterdarlehen sah eine Laufzeit von zehn Jahren endfällig mit einem Zinssatz von 5,4 % vor. Zwar lagen die Zinssätze für die bisherigen Finanzierungen mit 0,45 % bis zu 3,25 % niedriger. Allerdings waren die Laufzeiten mit zum Teil nur noch sechs Monaten sowie über Jahr bis zu fünf oder sechs Jahren insgesamt deutlich kürzer bei insgesamt 20 Banken. Angesichts dessen muss gesehen werden, dass die Kreditkonditionen nicht leicht vergleichbar sind, weshalb die Synergien aus der Finanzierung sachgerecht berücksichtigt wurden, die sich aus von der Antragsgegnerin gegebenen Darlehen ergaben.

- e. Die Finanz- und Steuerplanung kann entsprechend den Ansätzen der Gesellschaft der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden.

- (1) Eine schnellere Begleichung von Lieferantenrechnungen stellt sich als ungünstig für den Cashflow dar, weil der Lieferant ein Kreditgeber ohne Zins ist, weshalb bei schnellerer Finanzierung eine Liquiditätslücke zu schließen ist. Daher versucht eine Gesellschaft, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen relativ spät zu begleichen. Andererseits verbessert sich das Zinsergebnis durch Factoring. Die Forderungen aus Lieferung und Leistungen werden verkauft, so dass das Unternehmen schneller Geld erhält als beim normalen Zahlungsverlauf. Die vom Factor vereinnahmten Gebühren flossen in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ein.
 - (2) Der Ableitung des Zinsergebnisses lag eine gemischte Finanzierung zugrunde. Das Leasing wurde über die gesamte Laufzeit mit 1,5 % berechnet und mit rund € 10 Mio. angesetzt. Zusätzlich gab es Pensionsrückstellungen von € 37 Mio. mit einem Zinssatz von 2,06 %. Beim Fremddarlehen ist die Laufzeit bis 2031 über eine Konvergenzphase mit anschließender Anschlussfinanzierung zu beachten. Dabei legten die Bewertungsgutachter in nicht zu beanstandender Art und Weise ein Bewertungsmodell zugrunde, bei dem freie Liquidität zur Tilgung der Verbindlichkeiten herangezogen und der Zinssatz angepasst wurde. Diese Vorgehensweise wirkt sich werterhöhend aus, wie die Vertragsprüfer erläuterten.
 - (3) In der Planung wurden Zinserträge mit € 30.000,-- angesetzt.
- f. Die Ansätze zur Ewigen Rente müssen aufgrund ihrer sachgerechten Ableitung nicht angepasst werden. Dies konnte und musste von den Bewertungsgutachtern von _____ vorgenommen werden, weil es im Terminal Value begriffsnotwendig keine eigenständige Planung der Gesellschaft mehr gibt; diese endete mit dem letzten Planjahr 2024.
- (1) Vorliegend wurde nicht unmittelbar in die Ewige Rente übergeleitet, sondern in Teilen eine Grobplanungsphase dazwischengeschaltet. Eine explizite Darstellung dieser Konvergenzphase musste indes nicht

erfolgen. Ihr Ansatz war notwendig, weil sich das zu bewertende Unternehmen am Ende der Detailplanungsphase nicht in einem eingeschwungenen Zustand befand.

- (a) Ein solcher Gleichgewichts- oder Beharrungszustand liegt vor, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20; Beschluss vom 22.06.2022, Az 5 HKO 16226/08; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 72; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126).
- (b) Dieser Zustand konnte bei der Schaltbau Holding AG noch nicht erreicht gewesen sein, wie _____ im Rahmen seiner Anhörung erläuterte.
- (aa) Bei der Gesellschaft musste berücksichtigt werden, dass im Segment Schaltbau mit der größten Wachstumsdynamik das Umsatzvolumen im letzten Jahr der Phase I auf € 192,7 Mio. gestiegen ist und bis 2028 weiter deutlich steigen soll. Ein nicht unerheblicher Teil soll dabei aus dem Automotive-Geschäft wie auch aus den Bereichen Windräder und Schnellladestationen resultieren, wofür die Investitionen in die NExT Factory bereits in der

Planung berücksichtigt wurde. Da das Ziel von Investitionen aber die Generierung auch von Umsatz und Ertrag sein soll, dies aber noch nicht bis ins Jahr 2024 abgeschlossen sein wird, musste eine Übergangsphase eingeschaltet werden. Ebenso soll das Komponentengeschäft der Schaltbau GmbH im Bereich New Energy/New Industry deutlich wachsen. Nachdem sich im Segment Schaltbau das Geschäft weg von höhermargigen Rail- zum geringermargigen Automotive-Geschäft verlagern soll, musste in der Konvergenzphase die über alle Produkte gewichtete EBIT-Marge unterhalb des Niveaus der Vergangenheit sinken, wobei der Wert aber nur geringfügig unterhalb der Marge des Jahres 2024 angesiedelt wurde.

- (bb) Für das Segment Pintsch wird weiteres Wachstum aus den Folgeprojekten aus dem dortigen Projekt „Zwieseler Spinne“ bzw. aus dem Digitalisierungsvorhaben der Deutschen Bahn über das letzte Jahr der Detailplanungsphase hinaus berücksichtigt. In diesem Segment wurde auf das erhöhte Umsatzniveau die EBIT-Marge des Jahres 2024 unverändert angewandt.
- (cc) Bei den Segmenten Bode und SBRS war das letzte Jahr der Detailplanungsphase bereits repräsentativ. Hinsichtlich der EBIT-Marge gingen die Vertragsprüfer für das Segment Bode von der für das Jahr 2024 geplanten EBIT-Marge trotz der Skalennachteile und den gegenüber den Wettbewerbern vergleichsweise hohen Personalkosten aus, was sich jedenfalls für die Minderheitsaktionäre nicht nachteilig auswirkt. Im Segment SBRS kam es zu einer leichten Reduktion der EBIT-Marge, weil hier mit steigendem Wettbewerbsdruck zu rechnen ist.

Angesichts dieser nicht korrekturbedürftigen Ableitung einer Konvergenzphase kann von einem Abschneiden wesentlicher Potenziale der Gesellschaft unter Verstoß gegen das Äquivalenzprinzip nicht ausgegangen werden. Dabei wurde insbesondere das Wachstumspotenzial

aus riskanten Geschäftsfeldern im Unternehmenswert abgebildet. Bei der Darstellung des Terminal Value wurden die Jahre der Konvergenzphase von 2025 bis 2028 sowie die Phase der Ewigen Renten ab 2029 ff. barwertäquivalent auf dieses Jahr 2025 verdichtet. Dabei lagen dieser Verdichtung die nachfolgenden Zahlen der Konvergenzphase zugrunde:

	TV ab 2025	2025	2026	2027	2028
		Fort- schreib.	Fort- schreib.	Fort- schreib.	Fort- schreib.
		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Bode					
Umsatzerlöse		276.033	278.793	281.581	284.397
Schaltbau GmbH					
Umsatzerlöse		207.458	237.452	272.122	289.248
Pintsch					
Umsatzerlöse		117.133	122.133	123.354	124.588
SBRS					
Umsatzerlöse		46.345	46.808	47.276	47.749
Holding					
Umsatzerlöse		0	0	0	0
Konsolidierung					
Umsatzerlöse		-3.100	-3.131	-3.162	-3.194
Konzern					
Umsatzerlöse	719.445	643.869	682.056	721.172	742.788
EBIT	58.719	52.295	55.794	59.036	60.623
EBIT-Marge	8,2%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%

- (2) Ein Vergleich mit Zahlen des Wettbewerbers Knorr Bremse AG in den Krisenjahren 2020 und 2021 mit EBIT-Margen von 13,2 % und 13,7 % sowie mit den historischen EBIT-Margen von TE Connectivity mit 15 % bis 16 % und von Westinghouse Air Brake Technology zwischen 10 % und 11 % lässt keinen Rückschluss auf die mit 8,2 % in der Ewigen Rente angesetzte EBIT-Marge als zu niedrig zu. Zum einen ist zu beachten, dass die genannten Wettbewerber größer und breiter

aufgestellt sind und demgemäß Kuppelangebote unterbreiten können. Zum anderen befand sich die Schaltbau Holding AG in der Vergangenheit in einer Restrukturierungsphase. In den Jahren der Vergangenheitsanalyse 2019 und 2020 sowie im Forecast des Jahre 2021 lag die EBIT-Marge der Gesellschaft bei 6,0 %, 3,6 % und 5,8 %. Damit aber blieb die EBIT-Marge noch viel weiter hinter der der Vergleichsunternehmen zurück. Wenn dann im Zeitraum ab 2022 sich die EBIT-Marge von 5,8 % bis auf 7,9 % im Jahr 2024 und dann auf 8,2 % im Terminal Value verbessern soll, kann bei dieser Entwicklung nicht auf einen zu niedrigen Wert für die EBIT-Marge geschlossen werden.

- (3) Die nachhaltig angesetzte Wachstumsrate von 1,0 % steht nicht in Widerspruch zu den Zielen der Antragsgegnerin bzw. deren Obergesellschaft aus der Gruppe, im Rahmen der Strategie 2023 namentlich die finanzielle Performance der Gesellschaft zu verbessern, das Kerngeschäft Schiene durch gezielte Akquisitionen zu verbessern, das After Sales-Geschäft sowie das Geschäft in den wachstumsstarken Märkten New Energy/New Industry und E-Mobilität weiter auszubauen. Die Vertragsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang nämlich, dass genau diese angesprochenen Effekte in der die vier Jahre bis 2028 umfassenden Übergangsphase enthalten seien. Der Umsatz soll von € 621,058 Mio. in 2024 auf € 742,788 Mio. in 2028 oder um rund 19,6 % ansteigen. Zudem liegt die EBIT-Marge mit 8,2 % über der des letzten Planjahres, obwohl sich der Produktmix im Segment Schaltbau ungünstig hin zu geringermargigen Geschäften verändern wird. Die Wachstumsrate von 1,0 % wurde dann erst für die Periode der Ewigen Rente ab 2029 ff. angesetzt.
- g. Der Ansatz einer Thesaurierungsquote von 100 % in der Detailplanungsphase sowie von 45 % in der Konvergenzphase und im Terminal Value ist nicht zu beanstanden.
- (1) Die Ansätze zur Thesaurierung und zur Ausschüttung entsprechen in Phase I und zur Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen

dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht infrage gestellt werden. 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,; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 25.8.2021, Az. 5HK O 12034/21; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 35a und 35b; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rdn. 5.49).

Angesichts des über die gesamte Phase I andauernden Investitionsbedarfs, der insbesondere auf der Errichtung der NEXt Factory im Segment Schaltbau beruht, plant die Gesellschaft in der Detailplanungsphase keine Ausschüttungen an ihre Aktionäre, was auch mit dem Inhalt des freiwilligen Delisting-Erwerbsangebots vom 16.11.2021 in Einklang steht, wonach die Antragsgegnerin als Bieterin nicht beabsichtigt, die Gesellschaft zur Zahlung einer Dividende zu veranlassen.

- (2) In der Ewigen Rente konnte eine Thesaurierungsquote von 45 % und damit eine Ausschüttungsquote von 55 % angesetzt werden. Es ist nämlich sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; WM 2020, 2104, 2112; Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; OLG Frankfurt Beschluss vom 15.10.2014, Az. 21 W 64/13; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I AG 2020, 222, 224; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 35a; Hachmeister/Ruthardt/Mager DB 2014, 1209, 1211 f.). Der Kammer sind die marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt,

weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 55 % keine Bedenken bestehen.

(3) Der Abzug eines Betrages von € 2 Mio., mithin 1 % des wirtschaftlichen Eigenkapitals in der Konvergenzphase und in der Ewigen Rente, zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums erfolgte zutreffend.

(a) Die im nachhaltigen Ergebnis angesetzte Thesaurierung in dieser Höhe berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht. Das im Unternehmen regelmäßig zu reinvestierende gebundene Kapital unterliegt – selbst im Falle einer nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung – inflationsbedingten Preiseinflüssen; auch die in den Plan-Bilanzen zum Ende der Detailplanungsphase berücksichtigten Aktiva und Passiva entwickeln sich inflationsbedingt fort. Aus diesen Tatsachen resultieren Finanzierungserfordernisse, die entweder durch Thesaurierung oder Fremdkapitalaufnahme erfolgen können, müssen dann aber bei der Ableitung der nachhaltigen Überschüsse einfließen (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06 – zit. nach juris; OLG München AG 2018, 753, 755 = Der Konzern 2019, 277, 281; AG 2020, 440,

442 = WM 2020, 1028, 1032; LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 16.4.2019, 5HK O 14963/17; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlages rückgängig gemacht. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages. Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums. Dabei müssen Investitionen in der Ewigen Rente höher sein als die Abschreibungen, weil auch das Anlagevermögen im Terminal Value wächst und es ohne Finanzierung auf dem Niveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase verharren würde.
- (4) Im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts konnte die Besteuerung auch unter Einschluss inflationsbedingter Kursgewinne erfolgen.
- (a) Der Ansatz einer typisierten Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung mit dem hälftigen Steuersatz zuzüglich des Solidaritätszuschlages ist angemessen. 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 durchschnittliche 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 objektivierten 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; AG 2015, 508, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13; Beschluss vom 3.12.2020, Az. 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt AG 2020, 954, 957; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; König in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1692 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich und rechtlich unbedenklich.

- (b) Allerdings muss auch eine effektive Ertragsteuer auf inflationsbedingte Wertsteigerung in das Bewertungskalkül einfließen. Soweit die Kammer hierzu in der Vergangenheit die gegenteilige Auffassung vertreten hat (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.8.2028, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; auch LG Dortmund, Beschluss vom 26.8.2019, Az. 20 O 4/12) wird daran nicht mehr festgehalten. Die Berücksichtigung einer effektiven Ertragsteuer führt zu einer besseren Annäherung an den „wahren“ oder „wirklichen“ Unternehmenswert. Dies beruht zunächst auf der Erwägung, dass der Teil des Unternehmenswertes, der auf laufenden operativen Gewinnen beruht, den Anteilseignern über eine fiktive Vollausschüttung zugerechnet wird. Im Termin Value steigt der Unternehmenswert aber nicht nur durch diese laufenden operativen Gewinne, sondern auch inflationsbedingt. Auch diese Wertsteigerung steht den Aktionären zu, die aber konsequenterweise ebenso wie die Dividende in Phase I und thesaurierungsbedingte Wertsteigerungen in der Ewigen Rente um die persönlichen Steuern zu kürzen sind. Soweit Steuern abfließen, kann dieser Teil des Unternehmenswerts den Anteilseignern nicht fiktiv als Nettozufluss zugerechnet werden. Die von der Kammer bislang als Argument für die unterbliebene Berücksichtigung angeführte Inkonsistenz zwischen Zähler und Nenner im Bewertungskalkül kann nach nochmaliger Überprüfung nicht aufrechterhalten werden. Erst durch die Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Kursgewinne kann das sogenannte Steuerparadoxon vermieden

werden. Die Marktrisikoprämie im Nenner wird aus nominellen, empirisch am Markt beobachtbaren Aktienrenditen abgeleitet, in denen alle Wachstumsaspekte enthalten sind, mithin auch inflationsbedingtes Wachstum. Bei einer Umrechnung des Vorsteuer- in den Nachsteuerwert werden also auch die inflationsbedingten Kursveränderungen hiervon erfasst. Wenn aber im Nenner (implizit) das inflationsbedingte Wachstum berücksichtigt ist, muss dies dann konsequenterweise auch bei den Überschüssen im Zähler folgen. Folglich kann von einer Inkonsistenz zwischen Zähler und Nenner nicht ausgegangen werden. Ebenso wenig liegt darin ein Widerspruch zwischen der grundsätzlichen Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens einerseits und einer Besteuerung von tatsächlich nur durch Veräußerung zu realisierenden Kursgewinnen. Es handelt sich hierbei um eine bewertungstheoretische Annahme, ohne die den Aktionären wesentliche Teile des Unternehmensvermögens vorenthalten würden (so OLG München, Beschluss vom 3.12.2020, Az.: 31 Wx 330/16 – zit. nach juris; OLG Frankfurt AG 2020, 954, 956; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 12.150 ff.; WP Handbuch 2014, Band 2, Rdn. 399; Popp Der Konzern 2019, 149, 153 ff.; Laas WPg 2020, 1256, 1258 ff.).

Angesichts dessen stellen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse der Schaltbau Holding AG wie folgt dar:

TEUR	2022	2023	2024	Ewige Rente
	Plan	Plan	Plan	
				719.445
Umsatzerlöse	566.458	592.586	621.058	
Bestandsveränderung	1.901	-1.289	41	
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.417	1.567	1.417	
Gesamtleistung	569.776	592.864	622.516	
Materialaufwand	-289.263	-292.236	-303.441	
Roherttrag	280.513	300.627	319.075	
Personalaufwand	-181.537	-189.883	-197.012	

Sonstige betriebliche Aufwendungen	-47.965	-49.171	-51.078	
Sonstige betriebliche Erträge	1.522	1.552	1.527	
Wertminderungen	0	0	0	
EBITDA	52.534	63.125	72.512	
Abschreibungen	-19.430	-22.356	-23.145	
	33.104	40.769	49.367	58.719
EBIT				
Bewertungssystematische Anpassungen				
Fiktive Mieterträge (sbE)	80	80	80	
Eliminierung Abschreibungen auf PPA	619	509	300	
EBIT für Bewertungszwecke	33.803	41.358	49.747	58.719
Finanzergebnis	-6.560	-5.401	-3.867	-3.254
Davon				
Beteiligungsergebnis	1.042	1.076	1.135	1.153
Zinsergebnis	-7.602	-6.477	-5.002	-4.408
EBT	27.243	35.956	45.880	55.465
Ertragsteuern	-5.058	-7.357	-10.638	-14.113
<i>Ertragsteuern in % vom EBT</i>	<i>18,6%</i>	<i>20,5%</i>	<i>23,2%</i>	<i>25,4%</i>
Auf nicht beherrschte Anteile entfallendes Ergebnis (Minderheiten)	-2.651	-2.437	-2.199	-2.234
Konzernjahresüberschuss (nach Minderheiten)	19.533	26.162	33.044	39.117
Wachstumsthesaurierung				-2.049
Innenfinanzierung	-19.533	-26.162	-33.044	
Brutto-Ausschüttungspotenzial (1)	-	-	-	37.068
Ausschüttungsquote (bezogen auf den Konzern-Jahresüberschuss)	100,0%	100,0%	100,0%	45,0%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	-	-	-	17.603
Dividendenbesteuerung, inkl. Ausschüttungen aus stf. Einlagekonto (2)	-	-	-	-4.463
<i>Dividendenbesteuerung in %</i>				<i>25,35%</i>
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	19.465
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	-	-	-	-2.567
<i>Veräußerungsgewinnbesteuerung in %</i>				<i>13,19%</i>
Bemessungsgrundlage inflationsbedingte Veräußerungsgewinne	-	-	-	6.387
Inflationsbedingte Veräußerungsgewinnbesteuerung (4)	-	-	-	-842
<i>Inflationsbedingte Veräußerungsgewinnbesteuerung in %</i>				<i>13,19%</i>
Nettoausschüttung (1) - (2) - (3) - (4)	-	-	-	29.196

2. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz, der die Beziehung zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen soll, wurde in der Detailplanungsphase im Geschäftsjahr 2022 auf 5,43 %, im

Geschäftsjahr 2023 auf 5,62 %, im Geschäftsjahr 2024 auf 5,48 % und in der Konvergenzphase und dem Terminal Value auf jeweils 4,56 % festgesetzt und muss aufgrund der sachgerechten Ableitung nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.

a. Der Basiszinssatz war dabei unter Anwendung der Svensson-Methode mit 0,1 % vor Steuern und demgemäß auf 0,073 nach Steuern festzusetzen.

(1) 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 den am 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 weit hin 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 ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; 2020, 222, 225; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; auch Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 448 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. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt auch, dass hier gerade nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Mit ihrer Hilfe wird ein Zinssatz auf der Grundlage laufzeitabhängiger, zukunftsorientierter Kapitalmarktdaten verwendet (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 481).

Auf dieser Grundlage ergibt sich zum Stichtag der Hauptversammlung ein Basiszinssatz in Höhe von 0,07687 % vor Steuern, der dann auf 0,1 % vor Steuern aufgerundet wurde. Dieser (Auf-)Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 0,1 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt. Auch ist nicht nachvollziehbar, warum nur eine Aufrundung, nicht aber eine sich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkende Abrundung unzulässig sein soll. Ein einseitiger Verzicht nur auf eine Aufrundung würde zu einer Meistbegünstigung führen, die dem Spruchverfahren jedoch fremd ist (vgl. OLG München AG 2019, 887, 881 = WM 2019, 2262, 2265; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15).

- (2) Ebenso wenig ist es 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; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122716). 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 Alternativanlage 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; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

- b. Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend in den Planjahren mit 5,36 % in 2022, 5,54 % in 2023 und 5,41 % in 2024 sowie mit 5,56 % jeweils nach Steuern in der Übergangsphase und der Ewigen Rente festzusetzen ist.
- (1) 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; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 394; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 455).

- (2) Allerdings wird die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, nicht einheitlich beurteilt.
- (a) Mehrheitlich wird heute 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 (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 144; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.). 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 finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere.

Die weiteren in der Literatur diskutierten Modelle sind jedoch dem (Tax-)CAPM keinesfalls überlegen, sondern weisen – wie der Kammer aus anderen Spruchverfahren wie dem Verfahren 5HK O 16226/08 bekannt – deutliche Schwächen auf, weshalb sie zur Ermittlung des Risikozuschlages nicht herangezogen werden können.

Die Arbitrage Pricing Theory (APT) kann nicht als geeignetes Modell bezeichnet werden. Durch diese Methode wird ein Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Risiko hergestellt. Die dabei zugrundeliegende Annahme unterscheidet sich allerdings deutlich von der des (Tax-)CAPM. Während das CAPM bei der Schätzung der Security Market Line davon ausgeht, dass alle Anlagen effizient diversifizierende Portfolios bilden und sich der Kapitalmarkt im Gleichgewicht befindet, nimmt das APT an, in funktionierenden Märkten könne es zu keinem Fortbestehen von Arbitragemöglichkeiten kommen. Grundgedanke ist dabei, dass bei kurzfristig auftretenden Arbitragemöglichkeiten der Marktpreis von den Marktteilnehmern dahingehend beeinflusst wird, dass sich die Arbitragemöglichkeit als Ausnutzen von Preisdifferenzen für dasselbe Wertpapier an zwei unterschiedlichen Handelsplätzen auflöst. Eine Verletzung dieser Beziehung spräche daher für einen irrationalen Markt. Die zweite Annahme des APT liegt in der Erklärung von Aktienrenditen durch ein Faktorenmodell, wobei sowohl Ein- als auch Mehrfaktorenmodelle Verwendung finden. Dabei wird die Aktienrendite unter Berücksichtigung mehrerer Risikofaktoren bestimmt, wie beispielsweise die Risikoprämien für makroökonomische Größen, die das Bruttoinlandsprodukt oder die Inflationsrate darstellen. Die dritte zentrale Annahme besteht im Vorhandensein einer ausreichenden Zahl von Wertpapieren, um wertpapierspezifische Risiken durch Diversifikation zu eliminieren. Ein erheblicher Nachteil dieses Modells liegt darin, dass keine konkrete Vorgehensweise in Bezug auf die Bestimmung von relevanten Faktoren, bzw. den korrespondierenden Risikoprämien aufgezeigt wird.

In gleicher Weise kann auch für das Drei-Faktoren-Modell nach Fama French eine Überlegenheit gegenüber dem (Tax-)CAPM nicht angenommen werden, weshalb es wie das APT zur Ableitung der Marktrisikoprämie nicht herangezogen werden muss. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohen Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden sollen. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen haben in ihrem Hauptgutachten dargestellt, dass die Ermittlung der Faktoren auf empirischer Erklärungsgüte von Aktienrenditen basiert und somit theoretisch nicht fundiert ist. Aus einem anderen Spruchverfahren, Az. 5 HK O 16505/08 ist der Kammer aufgrund der Ausführungen des dortigen Sachverständigen,

zudem bekannt, dass eine durchgeführte Untersuchung von Schulz aus dem Jahr 2009 für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleine und große Unternehmen feststellen konnte. Angesichts dessen wird das Modell von Fama French den deutschen Marktgegebenheiten nicht gerecht. Auch dieser Umstand spricht neben der kontrovers diskutierten Auswahl der Risikofaktoren gegen den Ansatz der Überlegungen von Fama und French zur Ermittlung des Risikozuschlags bei der Gesellschaft.

Auch die Sicherheitsäquivalenzmethode, die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzt, stellt keine vorzugswürdige alternative Methode zur Bestimmung des Risikozuschlags dar. Sie beruht auf der Erwägung, dass der unsichere künftige Zahlungsstrom als Grundlage der Bewertung nach der Ertragswertmethode durch einen Zahlungsstrom ersetzt wird, der anstelle des Erwartungswertes risikoneutrale Erwartungswerte abbildet. Die Diskontierung des Zahlungsstroms erfolgt dann mit dem risikofreien Zinssatz. Das Sicherheitsäquivalent ist dabei diejenige

Ergebnishöhe, die bei sicherem Eintreten aus Sicht des Bewerbers den gleichen Nutzen stiftet wie das volle (unsichere) Ergebnis-Verteilungsspektrum. Hierzu ist indes die Bestimmung einer Risikonutzenfunktion erforderlich. Die dieser zugrundeliegende Schätzung risikoneutraler Wahrscheinlichkeiten lässt sich beispielsweise über Marktdaten wie Optionspreise bei Annahme der Arbitragefreiheit ermitteln. Indes stellt die Risikonutzenfunktion ein abstraktes Konzept dar, dessen Bestimmung in Bezug auf den konkreten Funktionsverlauf mit solchen Herausforderungen verbunden ist, dass sie in der Bewertungspraxis keine Anwendung findet und schon deshalb nicht geeignet sein kann, den Risikozuschlag abzuleiten. Die Überlegungen für den Ansatz einer bestimmten Methode, wie sie oben einleitend unter B. II. dargestellt wurden, müssen hier in gleicher Weise geltend. Zudem ist, wie der Kammer aus den Verfahren 5 HK O 7819/09 durch die Aussage der dort bestellten Sachverständigen und bekannt ist, dass eine darauf beruhende Bewertung intersubjektiv kaum oder gar nicht nachprüfbar ist, nachdem sie die Kenntnis der Risiko-Nutzen-Funktion der Eigentümer voraussetzt.

Für die von Gleißner entwickelte Ermittlung der Kapitalkosten auf der Grundlage des Ertragsrisikos, das anhand von Variationskoeffizienten von Ertrag oder von freiem Cash Flow gemessen wird, wobei dieser das Verhältnis der Standardabweichung zum Ertragswert darstellt, muss ungeachtet des dieser Methode innewohnenden Vorteils einer Ermittlung ohne Heranziehen von Kapitalmarktdaten gelten, dass sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Praxis für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen nicht angewandt wird, sondern nur vereinzelt für Bewertungsanlässe außerhalb solcher Maßnahmen. Somit fehlt es an einer zentralen Voraussetzung entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II.

Angesichts dessen konnte und kann auf das (Tax-)CAPM zurückgegriffen werden, um den Risikozuschlag zu schätzen.

- (b) Die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der zum damaligen Stichtag vom FAUB des IDW empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 %. Der Stichtag der Hauptversammlung liegt nun aber zeitlich nach der aktuellen Empfehlung vom 22.10. 2019, durch die nach Anhebung der Obergrenze eine Bandbreite zwischen 5 % und 6,5 % nach Steuern als sachgerecht bezeichnet wurde. Zur Begründung dieser aktuellen Empfehlung führte der FAUB aus, aufgrund der aktuellen Entwicklung in Bezug auf den risikolosen Zinssatz von damals 0 %, der danach sogar negativ wurde, sei eine erneute Anpassung in Bezug auf die Marktrisikoprämie erforderlich. Die Gesamtditeerwartung sei tatsächlich bereits in den Jahren 2012/2013 leicht gesunken; der Rückgang stehe jedoch in keinem Verhältnis zum Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Ausgehend von einer aktuellen Gesamtditeerwartung von 7 % bis 9 % vor Steuern oder rund 5,62 % bis 7,22 % nach Steuern müsse es zu einer Anhebung der Marktrisikoprämie auf 6 % bis 8 % vor Steuern, mithin einem Nach-Steuerwert von 5 % bis 6,5 % kommen. Dieses Fazit einer leicht gesunkenen Gesamtditeerwartung beruht auf einer vom FAUB vorgenommenen Analyse verschiedenster Methoden, wobei namentlich historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen, ex ante-Analysen impliziter Kapitalkosten und aktuelle Betrachtungen herangezogen wurden. Diese Empfehlung des FAUB beruht auf einem pluralen Ansatz und nicht nur auf einer einzelnen Ableitung. Dabei werden sowohl vergangenheitsbezogene Zahlen als auch Überlegungen zur Herleitung einer impliziten Marktrisikoprämie herangezogen. Seit Beginn der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise mit in der Folge sinkenden Basiszinssätzen gibt es eine wachsende Unsicherheit und damit verbunden eine hohe Risikoaversion, was – anders als steigende Diversifizierungsmöglichkeiten und eine im Zeitlauf gestiegene Risikotoleranz aufgrund gestiegenen Vermögens – für eine höhere Marktrisikoprämie spricht. Jüngere empirische

Untersuchungen auch unterschiedlicher Ansätze – Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen, Betrachtung langfristig realer Aktienrenditen, Verwendung von ex ante-Analysen impliziter Kapitalkosten sowie modelltheoretische Analysen ohne risikofreie Kapitalkosten – deuten auf eine im Vergleich zu früheren Ansätzen infolge der Finanzkrise gestiegene Marktrisikoprämie hin (vgl. Castedello/Jonas/Schiessl/ Lenckner WPg 2018, 806 ff.). Dieser plurale Ansatz ist ungeachtet der an dieser Vorgehensweise in der Literatur geäußerten Kritik, die Marktrisikoprämie müsse anhand impliziter, am Kapitalmarkt beobachtbarer Kapitalkosten abgeleitet werden (vgl. Bassemir/Gebhardt/Ruffing WPg 2012, 882, 886), weshalb die theoretische Fundierung der Erhöhung fehle, vorzugswürdig. Die alleinige Ableitung der Marktrisikoprämie aus impliziten Kapitalkosten ist nämlich wiederum der nachvollziehbaren Kritik ausgesetzt, dass es sich dabei um einen Zirkelschluss handele, weil der aktuell gegebene Aktienkurs als gegebene Größe in die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten eingehe und sich eine einheitliche oder gar richtige Methode zu ihrer Herleitung nicht gebildet habe. Die mit der geänderten Bandbreite zum Ausdruck kommende, abwägende und veränderte Konzeption der zurückhaltenderen Herangehensweise ist ein für die Zwecke einer praktischen Unternehmensbewertung jedenfalls vertretbarer und damit für die gerichtliche Überprüfung hinreichend tauglicher Ansatz, den geänderten Bedingungen am Kapitalmarkt mit sehr niedrigen Basiszinssätzen und den daraus resultierenden empirischen Beobachtungen Rechnung zu tragen. Dabei ist nicht ersichtlich, dass die Nichtbeachtung der stichtagsaktuellen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen könne. Wenn aber die Bandbreite einen genügenden Rahmen bietet, kann auch der Mittelwert von 5,75 % nach Steuern vorliegend herangezogen werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2020, Az. 21 W 121/15; OLG München AG 2020, 629, 632 =

WM 2021, 599, 605 f.; OLG Düsseldorf AG 2018, 679, 681 = Der Konzern 2019, 92, 96). Dabei muss gerade in diesem Zusammenhang gesehen werden, dass der Rückgang des Basiszinsatzes und die darauf beruhende Anpassung der Bandbreitenempfehlung deutlich stärker ausfiel als die Erhöhung der Marktrisikoprämie.

Soweit in der Literatur vertreten wird, eine höhere Marktrisikoprämie lasse sich nicht rechtfertigen (vgl. Knoll Der Konzern 2020, 478 ff.), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Gerade die Ableitung und Höhe der Marktrisikoprämie sind in der betriebswirtschaftlichen Literatur heftig umstritten, wie eine Vielzahl von Studien und Literaturbeiträgen deutlich machen. Eine zweifelsfreie Klärung der Problematik wird nicht möglich sein. Da es nicht Aufgabe des Spruchverfahrens sein kann, wirtschaftswissenschaftliche Streitfragen einer letztverbindlichen Klärung zuzuführen, ist die Kammer auch nicht gehalten, ein Sachverständigen-gutachten zu diesem Themenkomplex einzuholen. Ein weiterer Erkenntnisgewinn ist hierdurch nicht zu erwarten, nachdem es insbesondere keine belastbaren Studien gibt, die dem Gericht eine bessere Erkenntnisgrundlage vermitteln könnten (so ausdrücklich OLG München AG 2020, 629, 632 = WM 2021, 629, 606). Etwas anderes lässt sich auch nicht aus den Entscheidungen des BGH zur Ermittlung des Risikozuschlags nach § 7 Abs. 4 und Abs. 5 StromNEV durch die Regulierungsbehörde (vgl. BGH, Beschluss vom 9.7.2019, Az. EnVR 41/18; Beschluss vom 3.3.2020, Az. EnVR 34/18) herleiten. Der BGH lässt in diesen Entscheidungen gerade nicht erkennen, dass der Ansatz des FAUB des IDW nicht geeignet sein könnte, die Marktrisikoprämie angemessen abzubilden. Es wird lediglich ausgeführt, es handle sich hierbei um eine alternativ in Betracht kommende Bewertungsmethode, die dem Ansatz der Bundesnetzagentur nicht klar überlegen sei (vgl. OLG München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113; Beschluss vom 3.12.2020, Az. 31 Wx 330/16; OLG Düsseldorf NZG 2023, 160, 166 f. = AG 2022, 705, 710 f. =

ZIP 2022, 1269, 1274 f. = WM 2022, 1480, 1486 = Der Konzern 2022, 483, 492). Die vom Kartellsenat des BGH aufgestellten Grundsätze lassen sich nach den ausdrücklichen Feststellungen im Beschluss vom 3.3.2020, Az. EnVR 34/18 gerade nicht mit denen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach § 327 b AktG vergleichen, weil die Ermittlung des Wagniszuschlags nach § 7 Abs. 5 StromNEV nicht der Ermittlung eines Unternehmenswertes dient, sondern der Bestimmung eines Faktors, dem ausschlaggebende Bedeutung für die Bestimmung einer den Zielen der §§ 1 und 21 EnWG Rechnung tragenden Vergütung für die Nutzung von Strom- und Gasnetzen zukommt.

(c) Der herangezogene unverschuldete Beta-Faktor von 0,85 reflektiert zutreffend das operative Risiko der Gesellschaft, wobei dieses anhand einer Peer Group ermittelt werden durfte.

(aa) Der originäre Beta-Faktor der Schaltbau Holding AG, der sich je nach Betrachtungsweise zwischen 0,71 und 0,90 bewegte, konnte jedenfalls nicht als allein ausschlaggebend herangezogen werden, weil er nicht hinreichend aussagekräftig war. Der Beta-Faktor kann nur anhand von Werten der Vergangenheit abgebildet werden. In diesen Zeiträumen vor allem von fünf, aber auch von zwei Jahren als Referenzzeitraum bildet der historische Beta-Faktor der Gesellschaft das bisherige Geschäftsmodell ab, das im Wesentlichen im Bahngeschäft bestand und daher Aktivitäten in einem stark von öffentlichen Auftraggebern abhängigen Markt reflektierte.

Die Deutsche Bahn als wesentlicher Auftraggeber achtet auf eine ausgewogene Auftragsvergabe; hohe Markteintrittsbarrieren namentlich im Bereich der Bahninfrastruktur schützen den Markt der Gesellschaft vor internationalem Wettbewerb. Der historische unternehmenseigene Beta-

Faktor berücksichtigt dagegen nicht, dass die Schaltbau Holding AG plant, zukünftig in deutlich weniger reglementierten Märkten wie e-Mobility Automotive, New Industry und New Energy aktiv zu werden. In diesen Bereichen treten deutlich höhere Beta-Faktoren auf. Auch die NEX Factory beinhaltet nicht unerhebliche zusätzliche Risiken, weil es nach den Feststellungen der Vertragsprüfer noch keine Verträge mit Automobilherstellern gab und die produzierten Mengen auch abgesetzt werden müssen; auch dieses Risiko ist angesichts der fehlenden vertraglichen Absicherung des Absatzes nicht zu vernachlässigen. Bereits aufgrund dieser Überlegungen, auf den die Bewertungsgutachter von [redacted] wie auch die Vertragsprüfer von [redacted] hingewiesen haben, kann jedenfalls nicht ausschließlich auf den originären Beta-Faktor abgestellt werden. Hiergegen sprechen insbesondere auch die Bid-Ask-Spreads, die gerade in den beiden letzten Jahren vor dem maßgeblichen Stichtag bei 1,48 % und 1,61 % lagen, während sie sich in den Jahren zuvor zwischen 1,00 (fünf Jahre) und 1,23 (drei Jahre) bewegten. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider 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. Infolgedessen 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 tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Die Grenze, bis zu der Bid-Ask-Spreads auf eine hinreichende Liquidität hinweisen,

wird üblicherweise in einer Größenordnung von maximal 1,25 % gezogen.

Auch wenn das Bestimmtheitsmaß R^2 und der bestandene T-test für eine Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors sprechen könnten, vernachlässigt das alleinige Abstellen auf den originären Beta-Faktor zu stark das in der Zukunft sich wandelnde Geschäftsmodell, das ein höheres Risiko nach sich zieht; dieses konnten die Börsenkurse der Vergangenheit noch nicht hinreichend abbilden. Allein aus der Darstellung und Thematisierung der Bereiche e-Mobility Automotive, New Industry und New Energy lässt sich ein anderes Ergebnis nicht rechtfertigen

wies im Termin vom 31.8.2023 darauf hin, dass die neuen Geschäftsfelder im Jahr 2019 noch nicht so stark konkretisiert waren und auch keine wesentlichen Ergebnisbeiträge lieferten, weshalb sie sich nicht entsprechend ihrer künftigen Bedeutung im Beta Faktor auswirken konnten. Die Gesellschaft war damals im Wesentlichen Zulieferer für die Bahn und wurde so auch eingeschätzt. Es macht einen wesentlichen Unterschied, ob Ziele verkündet oder tatsächlich erreicht werden. Da der Kapitalmarkt mehr tatsächlich erzielten Umsätzen vertraut, werden diese neuen Geschäftsfelder in der Frühphase ihrer Entwicklung weit weniger berücksichtigt. Schwankungen des Aktienkurses spiegeln die Kovarianz mit den Schwankungen des Marktes. Wenn der Markt aber neue Geschäftsfelder einer Gesellschaft nicht einpreist, so ist dies auch ein Indikator dafür, dass die Schwankungen diese neuen Geschäftsfelder ebenfalls nicht berücksichtigen. Der Bereich „DC“ (Gleichstrom) umfasste im Jahr 2021 im Wesentlichen DC Rail and Traction mit rund 20 % des Umsatzes im Segment Schaltbau; allerdings umfasst dies nicht nur das Geschäft in den neuen Geschäftsbereichen. Bei einem Umsatz dieses Segments von € 153,364 Mio. entfallen auf den

Gleichstrombereich etwa € 30,6 Mio., was etwa 5,75 % des Gesamtumsatzes der Schaltbau Holding AG von € 530,798 Mio. im Geschäftsjahr 2021 ausmacht. Auch dies belegt, dass im Jahr 2021 die neuen Geschäftsfelder noch keine prägende Wirkung hatten. Bis in das Jahr 2024 soll der Anteil der Schaltbau GmbH am Umsatz der Gesellschaft auf etwa 31 und zum Ende der Konvergenzphase auf € 289,248 Mio. oder nahezu 39 % des Gesamtumsatzes von € 742,788 Mio. ausmachen. Gerade diese Entwicklung bewegt das ansteigende Risiko als Folge der Entwicklung neuer Geschäftsfelder.

Auch aus den Impairmenttests der Jahre 2019 bis 2021 mit Werten von 0,58, 0,79 und 0,74 für den unverschuldeten Beta-Faktor lässt sich kein Rückschluss auf einen überhöht angesetzten Beta-Faktor ziehen. Die Impairmenttests der Vergangenheit, die zudem nicht unerheblich schwankten, bezogen sich auf die Cash Generating Units, die zum damaligen Zeitpunkt vorhanden waren – mithin die bisherigen Geschäftsfelder der Gesellschaft. Zudem unterscheiden sich die Aufgaben eines Impairmenttests von denen der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme, weil ein Impairmenttest in erster Linie Bezug zur Bilanzierung hat und nicht der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes dient (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 22.6.2022, Az. 5HK O 16226/08; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19). Daher ist ein Rückschluss auf niedrigere Eigenkapitalkosten beim Impairmenttest auf einen zu gering angesetzten Kapitalisierungszinssatz im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht statthaft.

Das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionär mit dessen in der Investorenvereinbarung enthaltenen Zusage der

Unterstützung bei der Akquisitionsstrategie und insbesondere bei der Finanzierung rechtfertigt gleichfalls nicht den Schluss, der Beta-Faktor müsse herabgesetzt werden. Das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs verringert gerade nicht das operative Risiko. Die Gesellschaft wäre angesichts ihres nicht zu hohen Verschuldungsgrades von etwa 20 % in der Lage gewesen, die Finanzierung sicherzustellen. Angesichts der nicht sonderlich hohen Fremdkapitalquote im Verhältnis zum Wert des Eigenkapitals und der Abbildung erheblicher Wachstumsraten hätten auch Banken die Finanzierung übernehmen können. Die Erwartung, in den neuen Geschäftsfeldern, Umsätze erwirtschaften zu können, kann indes relativ schnell enttäuscht werden und erhöht folglich das operative Risiko.

- (bb) Die Zusammensetzung der Peer Group begegnet keinen Bedenken. Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen wesentlich ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades und der Produktart, hinsichtlich der regionalen Abdeckung und gegebenenfalls auch hinsichtlich ihrer Größe (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 47). Dabei konnten auch im Ausland ansässige und notierte Gesellschaften einbezogen werden. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass angesichts der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 26.7.2019, Az. 5HK O 13831/17; Beschluss vom

16.4.2021, Az. 5HK O 5711/19; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21).

Demgemäß musste sie sich nicht auf die beiden deutschen Unternehmen Knorr Bremse AG und Vossloh AG beschränken. Bei entsprechender Vergleichbarkeit ist das Heranziehen im Ausland ansässiger Vergleichsunternehmen zulässig, zumal die Wettbewerber international aufgestellt sind. Zudem kann das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs bei beiden deutschen Gesellschaften zu einer Verzerrung des Beta-Faktors nach unten führen, auch wenn dadurch das operative Risiko nicht verändert wird.

Die Unternehmen TE Connectivity Ltd. und ABB Ltd. waren in die Peer Group einzubeziehen. Es mussten angesichts der zukünftig geänderten Ausrichtung der Schaltbau Holding AG mit der angestrebten zunehmenden Konzentration auf die neuen Geschäftsfelder e-Mobility Automotive, New Industry und New Energy auch Unternehmen außerhalb des Eisenbahnbereichs aufgenommen werden. Diesen Bereich bilden gerade die beiden genannten Unternehmen ab, die auch Wettbewerber der Gesellschaft sind. Eine perfekte Übereinstimmung des Bewertungsobjekts mit den Vergleichsunternehmen kann es nicht geben. Ungeachtet dessen sind die Risiken aus den neuen Geschäftsfeldern bei der Abbildung des individuellen Unternehmensrisikos einzubeziehen. Daran vermag auch die Nichteinbeziehung dieser beiden Gesellschaften in die Impairmenttests ein anderes Ergebnis zu rechtfertigen, weil die oben bei dem Einfluss der Impairmenttests auf den Beta-Faktor angestellten Überlegungen hier in gleicher Weise Geltung beanspruchen müssen. Die in der Bilanz abgebildeten Werte umfassen die bestehenden Geschäftsfelder, während bei der Ableitung des Beta-Faktors die neuen Geschäftsfelder als wesentlicher Wachstumstreiber eine zentrale Rolle spielen. Die Notiz von TE Connectivity Ltd. an der New York Stock

Exchange führt nicht per se zu einem höheren Beta-Faktor. An dieser Börse besteht ein sehr liquider Handel, was für einen validen Beta-Faktor spricht. Das durchschnittliche Handelsvolumen in Euro pro Tag lag im Zeitraum der letzten fünf Jahre bis zur Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages am 9.8.2021 bezogen auf Jahresscheiben jeweils bei über € 5 Mio., während es bei der Schaltbau Holding AG zwischen € 128.000,-- und € 361,--/Tag und im Durchschnitt über alle fünf Jahre bei € 242.000,-- pro Tag lag.

Auch Westinghouse Air Brake Technology Corp. konnte in die Peer Group der Bewertungsgutachter aufgenommen werden, selbst wenn der Tätigkeitsschwerpunkt nicht wie bei der Schaltbau Holding AG in Europa, sondern in Amerika liegt. Der geografische Schwerpunkt kann hier keine ausschlaggebende Rolle spielen, weil es letztlich um Absatzmärkte mit vergleichbaren Risikostrukturen gibt. Die Aktie dieses Vergleichsunternehmens ist jedenfalls an liquiden Märkten gelistet und weist wie TE Connectivity Ltd. ein tägliches durchschnittliches Handelsvolumen von mindestens € 5 Mio. aus. Eine Abkoppelung vom Marktgeschehen konnte ungeachtet der Fusion mit GE Transportation Systems nicht beobachtet werden.

Aus diesen Peer Group-Unternehmen ermittelten die Bewertungsgutachter bei einem Beobachtungszeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und Regression gegen den größten nationalen Vergleichsindex Beta-Faktoren von raw 0,85 und adjusted 0,86; bei einem fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen ergaben sich bei Regression gegen den größten nationalen Index Beta-Faktoren von 0,95 raw und 0,93 adjusted. Daraus wurde dann ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,85 sachgerecht hergeleitet, wobei die Mittelwerte der aus einer Peer Group hergeleiteten Beta-

Faktoren zwischen 0,85 und 0,97 raw bzw. 0,86 bis 0,94 adjusted liegen. Der angesetzte unverschuldete Beta-Faktor bildet somit den unteren Rand der unverschuldeten raw Beta-Faktoren.

Die Vertragsprüfer verwiesen allerdings darauf, dass einerseits das Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs bei der Knorr Bremse AG, der Stadler Rail AG und der Vossloh AG sowie relativ niedrige tägliche Handelsumsätze und leicht erhöhte Bid-Ask-Spreads bei der Vossloh AG und der Talgo S.A. zu einer Verzerrung nach unten führen können und andererseits der deutlich höhere Beta-Faktor der Westinghouse Air Brake Technologies Corp. einen echten Ausreißer darstellen kann. Deshalb ermittelten sie unter Berücksichtigung einer Segmentgewichtung des Geschäftsanteils im Bahnsegment von 80 % und von 20 % in den neuen Geschäftsfeldern ab 2026 unter Heranziehung der vier verbliebenen Peer Group-Unternehmen einen Beta-Faktor von 0,843. Gerade diese Vorgehensweise spricht für einen sachgerechten Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 0,85.

Die Größe eines Unternehmens ist grundsätzlich kein Unterscheidungskriterium und kein relevanter Faktor für die Vergleichbarkeit. Gerade bei großen Unternehmen findet man häufig sehr liquide Aktien, während bei kleineren Unternehmen die Kapitalkosten auch höher liegen können. Abgesehen davon ist der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass große Unternehmen Beta-Faktoren aufweisen, die teils über und teils unter dem angesetzten Beta-Faktor liegen.

Der Ansatz eines Branchen-Beta ist nicht geeignet, das unternehmensindividuelle Risiko abzubilden. Bei der Schaltbau Holding AG gibt es eine genügende Zahl von Unternehmen, die mit ihr als Bewertungsobjekt gut vergleichbar sind.

In die Bewertung des Branchen-Beta fließen demgegenüber zu viele Unternehmen ein, die mit Bewertungsobjekt nicht oder jedenfalls kaum vergleichbar sind; einen Rückschluss auf die konkrete Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens lässt das Branchen-Beta nicht zu (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.7.2014, Az. 20 W 3/12; LG München I, Beschluss v. 25.4.2016, Az. 5 HK O 20672/14; Beschluss v. 30.5.2018, Az. 5 HK O 1044/16; Beschluss vom 15.6.2023, Az. 5HK O 2103/22; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG., a.a.O., Anh. § 305 Rdn. 47c; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG., a.a.O., § 305 Rdn. 165).

Bei der Ableitung der Beta-Faktoren konnte auch der globale Vergleichsindex MSCI World Total Return Index als Referenzindex herangezogen werden. Durch die Einbeziehung eines weltweiten und nicht nur eines möglichst breiten lokalen Index gleichen sich deren jeweiligen Vor- und Nachteile aus, weshalb nicht eine Methode von vorneherein zu verwerfen ist. Gegen den Ansatz des MSCI World Index wird eingewandt, dass dadurch ein Home Bias übersehen wird, wobei aber dieses Phänomen empirisch immer weniger zu beobachten sein soll (vgl. Ruiz de Vargas in: Festschrift für Großfeld, 2019, S. 355, 362 f.). Zum anderen wird gegen diesen Ansatz argumentiert, er werde durch Währungsschwankungen beeinflusst, was bei einem heimischen Index wie dem DAX oder vor allem dem viel breiteren CDAX nicht der Fall sei. Andererseits muss aber gesehen werden, dass es durchaus zielführend sein kann, angesichts des vom (Tax-)CAPM unterstellten Diversifikationsprinzips einen Index für das Marktportfolio heranzuziehen, der sämtliche Kapitalanlagemöglichkeiten eines rational handelnden Marktteilnehmers einbezieht, zumal Deutschland als Volkswirtschaft Teil des globalen Wirtschaftssystems ist (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder,

AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 46). Das Heranziehen des MSCI World Index beim Beta-Faktor bedingt nicht zwingend das Abstellen auf eine internationale Marktrisikoprämie als weiteren Teil des Risikozuschlags. Die Ermittlung der künftigen Marktrisikoprämie wie auch des Beta-Faktors beruht naturgemäß auf einer Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO. Dabei wurde aber der Risikozuschlag gerade nicht nur mit Hilfe des globalen Index als Regressionsindex ermittelt; vielmehr erfolgte eine Regression auch gegen den größten nationalen Index. Damit aber wird eine Gesamtschau vorgenommen. Da die Abfindung aus der Sicht eines inländischen Aktionärs abgeleitet wird, muss dann aber auch nicht zwingend auf eine globale Marktrisikoprämie abgestellt werden. Ihr Ansatz stünde zudem im Widerspruch zur Ableitung des Basiszinssatzes auf der Grundlage deutscher Staatsanleihen. Zur Ableitung der Kapitalkosten müssten dann aber die in lokalen Währungen und Anleihen zu ermittelten Basiszinssätze herangezogen werden, was allerdings regelmäßig nicht geschieht. Eine internationale Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, die Überrendite gegenüber deutschen Staatsanleihen auszudrücken, was aber auch Aufgabe des Risikozuschlags nach dem (Tax-)CAPM ist.

Der Erschließung neuer Geschäftsfelder wird durch die oben beschriebene Erweiterung der Peer Group insbesondere auf TE Connectivity Ltd. und ABB Ltd. ebenso Rechnung getragen wie durch die vorgenommene Alternativberechnung durch die Vertragsprüfer.

- (d) Neben dem operativen Risiko prägt auch das Kapitalstrukturrisiko der Gesellschaft den Beta-Faktor. Demgemäß muss nach dem Unlevern über das Relevern die künftige Verschuldung abgebildet werden. Unter Zugrundelegung des Fremdkapitals zu Marktwerten entsprechend der Debt Equity Ratio beläuft sich der

Verschuldungsgrad der Schaltbau Holding AG für das Geschäftsjahr 2022 auf 12,26 %, für 2023 auf 27,38 %, für 2024 auf 19,97 % und in der barwertäquivalent abgebildeten Ewigen Rente ab 2025 auf 18,22 %. Demgemäß beträgt der verschuldete Beta-Faktor im Jahr 2022 0,93, im Jahr 2023 0,96, im Jahr 2024 0,94 sowie im Terminal Value 0,95.

- (3) Der so mit Hilfe des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei diese operativ in etwa dem Durchschnitt entsprechen und dann unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation insgesamt als leicht unterdurchschnittlich eingestuft werden müssen. Der Kammer ist aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt des operativen Risikos über einen Beta-Faktor von etwa 0,8 bis 0,85 abgebildet wird, was zu der Annahme eines in etwa durchschnittlichen operativen Risikos bei der Schaltbau Holding AG führt.
- (a) Dabei muss im operativen Bereich gesehen werden, dass sich in der Zukunft die Chancen und Risiken der Schaltbau Holding AG in etwa die Waage halten werden. Hier muss namentlich beachtet werden, dass die Gesellschaft über erhebliches Know how in den Gleichstromanwendungen und über sehr hohe Standards im Segment Bode verfügt. Demgemäß ist sie namentlich im Bahnbereich in regulierten Märkten etabliert, bei denen es zudem sehr hohe Markteintrittsbarrieren gibt. Der Bahnsektor stellt sich als Wachstumsmarkt dar, in dem die Gesellschaft auch von Förderprogrammen des Bundes in Erhalt und Modernisierung der Bahn Infrastruktur profitieren kann. Über das Potenzial von Gleichstromanwendungen in der Automobil- wie der Investitionsgüterindustrie können neue Märkte gewonnen werden. Namentlich im Bereich Bode kann auch das After-Sales-Geschäft ausgebaut werden. Weitere Chancen bieten sich in der allgemeinen Entwicklung mit der Abkehr von fossilen Brennstoffen und einem

verstärkten Augenmerk auf Klimaaspekte mit hohen staatlichen Investitionen, die ungeachtet des Urteils des Bundesverfassungsgerichts vom 15.11.2023, Az. 2 BvF 1/22 zur Nichtigkeit des Zweiten Nachtrags Haushaltsgesetzes 2021 erforderlich bleiben werden. Demgegenüber ist nicht zu verkennen, dass die Gesellschaft mit ihrer dezentralen Organisationsstruktur und durchaus eigenständigen Segmenten, Größennachteilen gegenüber Wettbewerbern sowie im Segment Bode mit einer tariflichen Arbeitszeit von 35 Stunden pro Woche als Wettbewerbsnachteil auch nicht zu übersehende Schwächen aufweist. Im Markt für den Schienenverkehr kommt es als Folge zunehmender Deregulierung und Liberalisierung auf der Ebene der Bahnbetreiber zu einem Preisdruck, der auch im Bus- und Automotive-Markt besteht. In dem (Nischen-)Markt für Hochleistungsladestationen besteht zunehmender Wettbewerb. Bei Bahnen und Bussen existiert eine Nachfragemacht über ein entsprechendes Oligopol der Kunden mit deutlichen Insourcing-Tendenzen. Gerade in den neuen Geschäftsfeldern besteht das Risiko aus der Notwendigkeit des Aufbaus neuer und bislang fehlender Vertriebsstrukturen sowie einer fehlenden Reputation im OEM-Markt. Ebenso muss gesehen werden, dass der Rail-Markt in China nachhaltig wegfallen kann.

Bei dieser Gesamtsituation miteinander ausgewogen gegenüberstehenden Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken ist ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,85 als sachgerecht zu bezeichnen.

- (b) Die Finanzierungssituation der Gesellschaft mit ihrem Verschuldungsgrad muss auch hier risikosenkend berücksichtigt werden, nachdem der ohnehin nicht zu hohe Verschuldungsgrad nach einer leichten Anstieg im Jahr 2023 im Laufe der Detailplanungsphase abnimmt und in der Ewigen Rente nur ganz geringfügig um 0,01 Prozentpunkte zunimmt, was dann auch zu einem insgesamt leicht unterdurchschnittlichen Risiko führen muss.

Damit aber kann der Risikozuschlag unter Berücksichtigung der Finanzierungssituation und der Kapitalstruktur der Gesellschaft im Vergleich zum Gesamtmarkt als leicht unterdurchschnittlich eingestuft werden.

- c. Der für das Wachstum der Überschüsse mit 1,0 angesetzte Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente muss nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre erhöht werden.

- (1) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre 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; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; AG 2018, 679, 681 f. = Der Konzern 2019, 92, 97; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41; LG München I AG 2017, 501, 506; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 27.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 25.11.2020, Az. 5HK O 12435/05; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 175). 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 allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten

Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG München AG 2018, 753, 756 f. = Der Konzern 2019, 277, 282 f.; OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Der Konzern 2019, 410, 419; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 175). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Angesichts dieser Bedeutung des Wachstumsabschlages ist dieser auch ausschließlich in der Ewigen Rente festzusetzen; Preissteigerungen in der Detailplanungsphase sind bereits über die Planzahlen abgebildet, die dann auch zu einem entsprechenden Umsatzwachstum führen (vgl. van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 174).

- (2) Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen.
 - (a) Zur unternehmensspezifischen Inflationsrate konnten die Vertragsprüfer zwar keine Feststellungen treffen. Sie verwiesen indes darauf, dass es in der Vergangenheit bereits Restrukturierungsphasen gab und Kostensteigerungen aus diesem Grund nicht in voller Höhe auf die Kunden abwälzbar gewesen seien. Beim Wachstumsabschlag ist zudem das Hineindrängen chinesischer Anbieter auf den Markt zu beachten. Infolgedessen kam es in der Vergangenheit bereits zum Verlust von Aufträgen. Dann aber kann die Gesellschaft, wenn sie wettbewerbsfähig bleiben will, angesichts des Wettbewerbs auch durch Unternehmen aus China nicht jede Kostensteigerung auf ihre Kunden abwälzen.

- (b) Der Wachstumsabschlag von 1,0 % steht nicht in Widerspruch zu den Ausführungen im Prospekt zur Wandelanleihe vom 16.4.2021 mit den dort gegenüber dem Kapitalmarkt kommunizierten Zielen. In der Zeit bis 2028 einschließlich geht die Unternehmensbewertung von einem durchschnittlichen Ergebniswachstum von über 10 % aus. Gegenüber dem Forecast 2021 mit einem EBIT von € 30 Mio. wächst dieses bis ins Jahr 2028 auf € 60,6 Mio. an. Erst auf diesen Wert wird dann das Ergebniswachstum von 1,0 % berechnet. Bei einem EBIT im Ist des Jahres 2020 von knapp € 20 Mio. muss ab dem Jahr 2028 in Übereinstimmung mit der Einstufung der Vertragsprüfer aber von einem sehr hohen Ergebnisniveau im Sinne eines eingeschwungenen Zustands ausgegangen werden. Diese Entwicklung in der Konvergenzphase spiegelt daher auch eine prognostizierte Verdoppelung im Markt für Energiespeicher für Solar- und Windstrom sowie die Fokussierung deutscher Auto-, LKW- und Bushersteller auf die E-Mobilität mit gleichzeitiger Dekarbonisierung und hohem Potenzial für die Schiene wider. Dies gilt auch für die Wachstumspotenziale aus dem Bau der NEX T Factory mit Investitionen von € 50 Mio. und sich aus der Produktion hoher Stückzahlen ergebender Skaleneffekte. Die daraus erwarteten Umsatzsteigerungen sind in der Konvergenzphase hinreichend abgebildet angesichts des dort angesetzten Wachstums.

Ein darüber hinausgehendes Wachstum vermag die Kammer nicht zu erkennen. Zudem muss in diesem Zusammenhang auch gesehen werden, dass der Prospekt ebenfalls auf den erheblichen Preisdruck im oligopolistischen Markt und den Wettbewerbsdruck mit zunehmendem Preisdruck als Folge einer zunehmenden Deregulierung und Liberalisierung in den Märkten der Schaltbau Holding AG beschreibt.

- (c) Der angesetzte Wachstumsabschlag vernachlässigt nicht die Technologieführerschaft der Gesellschaft, weil eine solche nur in

dem kleinen Produktbereich für Schalter für Ströme ab 200 Ampère besteht.

- (d) Die im Bewertungsgutachten angenommene allgemeine Inflationsrate, die für die Jahre 2022 bis 2026 zwischen 1,3 % und 2,0 % angesetzt wurde, rechtfertigt nicht die Erhöhung des Wachstumsabschlags. Dies ergibt sich namentlich nicht aus dem seit 2019 zu erwartenden höheren CO₂-Abgaben und Zinserhöhungen sowie den im Dezember 2021 und Januar 2022 bereits deutlich höheren Inflationsraten von 5,3 % und 5,1 %. Der große Inflationsschub entstand nämlich erst mit den Preissteigerungen als Folge des am 24.2.2022 begonnenen völkerrechtswidrigen Angriffskriegs der Russischen Föderation gegen die Ukraine, der zum Stichtag der Hauptversammlung am 3.2.2022 noch nicht erkennbar war. Zum Stichtag der Hauptversammlung und auch noch danach gab es Verhandlungen zwischen dem russischen Präsidenten Putin und dem deutschen Bundeskanzler wie auch dem französischen Präsidenten im Kreml, Verhandlungen in Genf zwischen Russland und den Vereinigten Staaten von Amerika sowie beispielsweise weitere Verhandlungen zwischen dem russischen Außenminister und der deutschen Außenministerin. All diese Gespräche zielten darauf ab, eine Invasion Russlands in der Ukraine zu verhindern. Angesichts dessen können erst mit dem Beginn des Angriffskriegs am 24.2.2022 Auswirkungen auf die Planungsrechnungen bejaht werden (vgl. Zwirner/Zimny BC 2022, 369, 370; Gutmann NZI 2023, 160, 162).
- (e) Das Bestehen von Markteintrittsbarrieren führt nicht zu einem höheren Wachstumsabschlag. Die Gesellschaft steht in dem bestehenden Oligopol in einem intensiven Wettbewerb, der durch das Auftreten zusätzlicher Wettbewerber aus China noch verstärkt wird. Auch muss in diesem Zusammenhang beachtet werden, dass ein Großteil der nicht ganz neuen Technologien nicht durch Patente zugunsten der Gesellschaft geschützt ist.

- (f) Der Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 % und damit auch unterhalb der von der Europäischen Zentralbank langfristig erstrebten Inflationsrate von 2 % kann nicht entgegengehalten werden, es werde dadurch zu einem laufenden Schrumpfen der Gesellschaft kommen. Zur Beurteilung der Angemessenheit des Wachstumsabschlages muss die Gesamtwachstumsrate der geplanten entziehbaren Überschüsse analysiert werden. Bei einer tatsächlichen Thesaurierung ist bei der Beurteilung zusätzlich nämlich das thesaurierungsbedingte Wachstum aus den tatsächlich einbehaltenen Beträgen zu berücksichtigen, das gleichfalls zum Wachstum der Gesellschaft beiträgt. Unter Berücksichtigung dieses notwendigen Ansatzes muss bei der Schaltbau Holding AG tatsächlich von einer deutlich höheren Gesamtwachstumsrate von 4,1 % ausgegangen werden.

Angesichts dessen errechnet sich der Ertragswert der Schaltbau Holding AG in Höhe von € 545,666 Mio. zum bewertungstechnischen Stichtag 1.1.2022 wie folgt:

	2022	2023	2024	2025ff.
T€	PLAN	PLAN	PLAN	TV
Nettoausschüttung	-	-	-	29.196
Kapitalisierungszinssatz	5,43%	5,62%	5,48%	4,56%
Barwertfaktor	0,948	0,898	0,851	18,690
Barwerte	-	-	-	545.666

3. Für das Vorhandensein nicht betriebsnotwendigen Vermögens fanden die Vertragsprüfer im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen keinerlei Anhaltspunkte.
- a. Aus technischen Gründen berücksichtigte die Bewertungsgutachterin in nicht zu beanstandender Art und Weise, wie die Vertragsprüfer in ihrem Prüfungsbericht festgestellt haben, indes einen negativen Sonderwert in Höhe von € 751.000,-, der von der Summe der Barwerte von € 545,666 Mio. abgezogen wurde. Die im Frühjahr 2021 gegebene Pflichtwandelanleihe

räumte ihren Inhabern das Recht ein, bis zum Ende der Laufzeit ihren Festbetragsanspruch in Aktien der Schaltbau Holding zu wandeln. Mit Fälligkeit der Anleihe am 30.9.2022 erfolgt vor der Entscheidung der Investoren eine Pflichtwandelung. Dies führt zu einer Verminderung des Unternehmenswerts der Aktie, soweit diese vor Ausübung der Wandelungsrechte höher ist als der Ausübungspreis der Option. Der Verwässerungseffekt der ausstehenden 33.827 Optionsrechte beläuft sich je Aktie auf € 0,07 und insgesamt auf € 751.000,-.

b. Darüber hinaus kann allerdings kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen in den Unternehmenswert der Schaltbau Holding AG einfließen.

(1) Betriebsnotwendige Liquidität musste nicht als Sonderwert angesetzt werden, auch wenn im Schaltbau-Konzern zum 31.12.2021 liquide Mittel in einem Umfang von € 130,94 Mio. vorhanden waren. Diese liquiden Mittel aus der Forecast-Bilanz bauen sich nämlich schnell wieder ab. Die Vertragsprüfer verwiesen im Rahmen ihrer Anhörung darauf, dass hohe Anzahlungen eingegangen seien, die aber in die Produkte und in unfertigen Erzeugnissen abgearbeitet werden müssen. Hoher Investitionsbedarf bestand gerade für die NEX Factory in Velden, der mit diesen Mitteln bis 2024 beglichen werden soll. Somit bleibt eine Mindestkasse von € 20 Mio., die angesichts des Umsatzes der Gesellschaft als nicht sehr hoch einzustufen ist. Zudem unterstellten die Bewertungsgutachter von [redacted] eine Rückführung des Gesellschafterdarlehens nach Abschluss der Finanzierung der NEX Factory, was sich werterhöhend auswirkte.

(2) Soweit steuerliche Verlustvorträge bei den Tochtergesellschaften genutzt werden können, wurden diese bei der Steuerplanung separat mit verringerten durchschnittlichen Steuersätzen berücksichtigt, wobei es sich allerdings um einen vorübergehenden, im Planjahr 2025 auslaufenden Effekt handelt. Hiervon betroffen sind bei der Pintsch GmbH ein gewerbesteuerlicher Verlustvortrag von € 3,6 Mio. und ein körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag von 3,7 Mio. sowie bei der Bode KG

aus dem Jahr 2020 ein Verlustvortrag bei der Gewerbesteuer in einem Umfang von 2,4 Mio.; bei der Bode KG als Personengesellschaft kann keine Körperschaftsteuer anfallen. Eine nochmalige Berücksichtigung dieser Verlustvorträge als Sonderwert wäre eine unzulässige Doppelerfassung.

Bei der Schaltbau Holding AG gingen steuerliche Verlustvorträge als Folge der Übernahme verloren, weil die Ausnahme des Nachweises stiller Reserven im Betriebsvermögen nicht erfolgen konnte. Bei den Beteiligungsgesellschaften hätten sich stille Reserven ergeben; deren Veräußerung ist allerdings steuerfrei, weshalb die Ausnahmeregelung nicht eingreifen kann.

- (3) Die Ausschüttungen erfolgten aufgrund des steuerlichen Einlagekontos bis 2025 in Höhe von € 15 Mio. einkommensteuerfrei; für 2026 blieben noch etwa € 0,9 Mio. steuerfrei, was aus § 20 Abs. 1 EstG abzuleiten ist. Die Berücksichtigung in der Steuerplanung lässt dann aber eine nochmalige Erfassung als Sonderwert nicht mehr zu.
- (4) Soweit die Gesellschaft über ein Ackergrundstück in Polen und über eine Reservefläche des Joint Venture BoDo in der Türkei verfügt, wurden diese mit einem fiktiven Mietertrag in der Planung berücksichtigt, weshalb das nochmalige Erfassen als Sonderwert wiederum eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten würde. Das alte Werk der Schaltbau GmbH soll durch einen Neubau ersetzt werden. Da der Erlös aus dem Verkauf aber in die Investitionsrechnung für den Neubau eingeflossen ist, verbietet sich auch hier eine nochmalige Erfassung als Sonderwert. Nichts anderes gilt für das vermietete Grundstück in Spanien, dessen Mieterlös in der Planung abgebildet ist. Dabei ergab eine Verprobung, dass die Mieteinnahmen mit einem angemessenen Wert in die Unternehmensbewertung eingeflossen sind. Der Wert beläuft sich ausweislich eines Gutachtens auf € 4,4 Mio., wobei die Bewertungsgutachter dies dann nach den Erläuterungen von
über ein implizites Multiplikatorenmodell verproben und

aufgrund des Ergebnisses dieser Verprobung dann den Wert als angemessen in der Planung abbilden konnten.

- (5) Aus einer Verlagerung des Bustüren- und Schienengeschäfts nach Polen und die Türkei kann kein geringerer Bedarf an betriebsnotwendigen Immobilien abgeleitet werden. Die Verlagerung des Bustüregeschäfts wurde erst nach dem Bewertungsstichtag verkündet und durchgeführt. Daher enthält die Planung auch keinen Erlös aus einer möglichen Veräußerung des Grundstücks. Unter Umständen können diese Immobilien zudem für die Erweiterung des Umsatzes weiter im Unternehmen genutzt werden. Über Homeoffice kann ein geringerer Flächenbedarf nicht hergeleitet werden, weshalb insoweit eine Veräußerung von Immobilien nicht damit begründet werden kann, weshalb auch insoweit ein Sonderwert nicht anzusetzen war.
- (6) Die Marke „Schaltbau“ durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. 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; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I AG 2017, 501, 507; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5711/19; Beschluss vom 22.6.2020, Az. 5HK O 16116/08; Beschluss vom LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04; Beschluss vom 30.6.2023, Az. 5HK O 4509/21; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh 305 Rdn. 36 b).
- (7) Sofern im betriebsnotwendigen Vermögen stille Reserven vorhanden sein sollten, können diese nicht aufgedeckt werden, weil dies eine Veräußerung zum Stichtag unterstellen würde, was indes einen Widerspruch zur Fortsetzung des Unternehmens darstellen würde, bei der

das betriebsnotwendige Vermögen weiter genutzt werden muss und folglich gerade nicht veräußert werden kann.

Angesichts dessen ergibt sich aus dem kapitalisierten Überschüssen unter Berücksichtigung des negativen Sonderwerts und einer Aufzinsung vom 1.1.2022 als bewertungstechnischer Stichtag auf den Tag der Hauptversammlung vom 3.2.2022 ein Unternehmenswert in Höhe von € 547,605 Mio. wie folgt:

Summe Barwerte zum 1.1.2022	545.665
Sonderwert (Verwässerungseffekt Wandelanleihe) zum 1.1.2022	-751
Summe 1.1.2022	544.914
Aufzinsungsfaktor	1,0049
Summe 3.2.2022	547.605

Bei der Ermittlung der Abfindung als Quotient aus Unternehmenswert und Zahl der Aktien sind die von der Schaltbau Holding AG gehaltenen 7.645 eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen, so dass der Unternehmenswert durch die Zahl von 10.879.607 zu teilen ist. Hieraus ergibt sich dann die angemessene Barabfindung von € 50,33.

Soweit eine Mindermeinung in der Literatur davon ausgeht, angesichts der Konzernneutralität des Squeeze out seien auch die eigenen Aktien abfindungsbe-rechtigt (vgl. Habersack in: Emmerich: Habersack, Aktienrecht- und GmbH-Kon-zernrecht, 10. Aufl., § 327 b Rdn. 6; Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., § 327 b Rdn. 2; Habersack ZIP 2001, 1230, 1236), kann dem nicht gefolgt werden. Die von der Aktiengesellschaft gehaltenen eige-nen Aktien gehen nicht auf den Hauptaktionär über. Sie werden wie alle Anteile, für die § 16 Abs. 4 AktG gilt, von dem Rechtsübergang nicht erfasst, weil ein entsprechendes Interesse des Hauptaktionärs hieran nicht angenommen werden kann. Auch erzwingt der Regelungszweck des Squeeze out nicht den Rechts-übergang auf den Hauptaktionär. Durch diese Maßnahme soll der Hauptaktionär in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit gestärkt werden (so ausdrücklich BT-Drucks. 14/7034 S. 31 f.). Dem liefe es indes zuwider, wenn eigene Aktien der Aktiengesellschaft kraft Gesetzes, also ohne den erklärten Willen auf den

Hauptaktionär übergangen und dieser verpflichtet wäre, die Gesellschaft deshalb mittels Barabfindung zu entschädigen. Dem Zweck wird bereits hinreichend entsprochen, wenn der Hauptaktionär nicht länger mit der Ausübung zwingender Minderheitsrechte rechnen muss und ein Anfechtungsrisiko bei Hauptversammlungsbeschlüssen ausgeschlossen ist. Aufgrund von § 71 b AktG besteht aus eigenen Aktien kein Stimmrecht, weshalb auch insoweit dem Gesetzeszweck Genüge getan ist. Diese Sichtweise steht auch in Einklang mit der Regelung in §§ 327 a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 2 AktG, wonach auch bei der Berechnung der Schwelle von 95 % des Grundkapitals die eigenen Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft nicht mitgezählt werden. Anders als bei der Eingliederung im Sinne des § 320 AktG muss die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin beim Squeeze out nicht zwingend Alleinaktionärin werden, nachdem eine Regelung die § 327 Abs. 1 Nr. 3 AktG über das Ende der Eingliederung im Falle des Verlustes der Eigenschaft als Alleinaktionärin in §§ 327 a ff. AktG nicht enthalten ist (vgl. LG München I BeckRS 2018, 18223; Beschluss vom 25.6.2021, Az. 5HKO 9171/17; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 30.6.2023, Az. 5HK O 4509/21; Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 12; Singhof in: BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2023, § 327 b Rdn. 9; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 4./5. Aufl., § 327 e Rdn. 25; Koch, AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 4; Holzborn/Müller in: Bürgers/Körber, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5; Lieder/Stange Der Konzern 2008, 617, 623 ff.; Riegger DB 2003, 541, 542 ff.).

4. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, der in einem Zeitraum von drei Monaten vor der am 9.8.2021 erfolgten Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages an die Kapitalmärkte entsprechend einer Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei € 37,24 lag.
 - (1) 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; Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 f. und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 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).

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; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 99; ebenso Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 43; Tonner in: Festschrift für 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.

- (2) Die am 9.5.2021 beginnenden Frist von drei Monaten endete am 8.8.2021, wobei sich für diesen Zeitraum ein volumengewichteter Durchschnittskurs von € 37,24 errechnete. Auf nach diesem Zeitpunkt liegende Durchschnittskurse oder einzelne über dem Abfindungsbeitrag liegende Tageskurse kann es folglich nicht entscheidungserheblich ankommen. Namentlich die Tatsache, dass der Börsenkurs am Tag der Hauptversammlung über dem Barabfindungsangebot lag, rechtfertigt kein anderes Ergebnis, weil ein Stichtagskurs nach dem Ende des dreimonatigen Referenzzeitraums ohne Bedeutung ist. Dies gilt umso mehr, als regelmäßig davon auszugehen ist, dass dieser Kurs auch durch Abfindungsspekulationen beeinflusst ist. Gerade aus diesem Grund geht die Rechtsprechung von der Notwendigkeit aus, den Börsenkurs an einen vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme liegenden Zeitraum anzuknüpfen.

Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, ein Abstellen auf den Tag der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss des Unternehmensvertrages am 9.8.2021 sei rechtsmissbräuchlich, weil an diesem Tag der tatsächliche Erwerb der Aktienmehrheit durch die Antragsgegnerin bzw. ihre Obergesellschaft im Umfang einer qualifizierten Beteiligung von über 75 % des Grundkapitals im Sinne des § 293 Abs. 1 AktG alles andere als gewiss gewesen sei. Maßgeblich für den Referenzzeitraum und dessen Berechnung ist dabei, ob die Umsetzung der Strukturmaßnahme infolge der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarktes wahrscheinlich ist. Dies verlangt die unbedingte Ankündigung zur Durchführung der Strukturmaßnahme sowie die Offenlegung, dass die Grundlagen geschaffen sind, die Ankündigung in absehbarer Zeit auch umsetzen zu können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 21.12.2010, Az. 5 W 15/10). Dies ist vorliegend gegeben. Allein die Tatsache, dass die Antragsgegnerin zu diesem Zeitpunkt noch nicht die erforderliche Mehrheit von $\frac{3}{4}$ des bei der

Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sicher hatte, steht dem nicht entgegen. Die Gesellschaft wies in ihrer Ad hoc-Mitteilung vom 9.8.2021 darauf hin, die Antragsgegnerin habe sich im Vorfeld des Übernahmeangebots durch Andienungsvereinbarungen mit wesentlichen Aktionären der Gesellschaft, die sich auf rund 69 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Gesellschaft auf vollständig verwässerter Basis beziehen, die Unterstützung von Aktionären sichern können. Daher gehe die Antragsgegnerin sicher davon aus, nach Vollzug des Übernahmeangebots vom 7.8.2021 über das notwendige Stimmengewicht zu verfügen. Aufgrund dieser Mitteilung musste ein verständiger Aktionär ohne entgegenstehende weiteren Informationen davon ausgehen, es werde in näherer Zukunft zu der angekündigten Strukturmaßnahme kommen. Dem kann nicht entgegengehalten werden, es habe zu diesem Zeitpunkt lediglich schuldrechtliche Andienungsvereinbarungen aber noch keinen dinglichen Vollzug gegeben. Der Erwerb der Aktien aufgrund der Andienungsvereinbarung wurde in der Ad hoc-Mitteilung gerade nicht infrage gestellt, sondern als sicher dargestellt, um in der Hauptversammlung über das notwendige Stimmgewicht zu verfügen. Damit aber endet der Referenzzeitraum im Augenblick der erstmaligen Bekanntgabe am Markt (vgl. Schnorbus in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5a)

- (3) Von einem längeren Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde, kann bei einer Zeitspanne von knapp unter sechs Monaten und damit deutlich weniger als 7 ½ Monaten nicht ausgegangen werden. Ein solcher Zeitraum kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu 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). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Schaltbau Holding AG zu erstellen ist und ein – wenn auch

zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellt – Prüfungsbericht gefertigt werden muss. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 ½ Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866; 867 f. = ZIP 2014, 1784; 1786; OLG Frankfurt AG 2020, 837; 838 = ZIP 2021, 408, 409 = WM 2011, 593, 595 = Der Konzern 2021, 338, 340; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az: 31 Wx 190/20; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

- b. Die Höhe der Barabfindung muss Vorerwerbspreise nicht berücksichtigen, wobei dies in gleicher Weise für das Angebot im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Kaufangebots gilt.

Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Hüttemann in: Festschrift für Hoffmann-Becking, 2013, S. 603, 615 f.; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 68; für einen Sonderfall auch LG

Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I AG 2020, 222, 228; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16858/15; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK = 5321/19; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn 91; Veil/Preisser in: BeckOGK AktG, Stand: 1.7.2023, § 305 Rdn. 71 f.; Steinle/Liebert/Katzenstein: in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7: Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 6. Aufl., § 34 Rdn. 177 f.; Habersack NZG 2019, 881, 883 f.; Vetter AG 1999, 569, 572). Aus der

Wertung des § 31 Abs. 4 WpÜG lässt sich das gegenteilige Ergebnis nicht begründen, weil das System des WpÜG mit dem der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out nicht vergleichbar ist. Die Annahme des Erwerbsangebots beruht auf einer freien Entscheidung des Aktionärs, während er sich bei einem Squeeze out der Mehrheitsentscheidung der vom Hauptaktionär dominierten Hauptversammlung beugen muss. §§ 31 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 5 WpÜG, 4 WpÜG-AngVO verfolgen zudem einen anderen Zweck als die Bestimmung der Abfindung nach § 305 AktG. Sie sollen bei öffentlichen Übernahmeangeboten das in § 3 Abs. 1 WpÜG verankerte übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot absichern (vgl. Krause in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 3. Aufl., § 31 Rdn. 4 und § 4 WpÜG-AngVO Rdn. 1). Demgegenüber sollen im Rahmen der Abfindung die außenstehenden Aktionäre für den mit dem Abschluss des Unternehmensvertrages verbundenen Eingriff in ihr Aktieneigentum entschädigt werden, ohne dass sie einen Anspruch auf einen solchen Preis haben, den ein anderer Minderheitsaktionär bei der Veräußerung an den herrschenden Aktionär erzielt (vgl. van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 7 m.w.N.). Hierfür spricht insbesondere auch die Gesetzgebungsgeschichte. Die noch im Regierungsentwurf (vgl. BT-Drucks. 14/7084) enthaltene Regelung, wonach eine im Rahmen eines Angebots nach dem WpÜG angebotene Gegenleistung als angemessene Barabfindung anzusehen sei, sofern das Angebot von mindestens 90 % der Aktionäre, an die es gerichtet gewesen sei, angenommen worden sei, entfiel im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens, nachdem der Bundesrat und Aktionärsvereinigungen rechtliche Bedenken geltend gemacht hatten (vgl. BT-Drucks. 14/7477).

Zudem verwies der Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin darauf, dass das Erwerbsangebot vom 7.8.2021 zum Stichtag der Hauptversammlung nicht mehr angenommen werden konnte, was gleichfalls gegen dessen Berücksichtigungsfähigkeit spricht. Andernfalls läge nämlich ein Widerspruch zum Stichtagsprinzip vor.

III.

Soweit die Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs zulässig sind, sind sie jedoch nicht begründet, weil der von der Hauptversammlung beschlossene Ausgleich von € 2,16 brutto je Aktie angemessen ist.

1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.
 - a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil/Preisser in: BeckOGK AktG, Stand: 1.7.2023, § 304 Rdn. 58). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen

Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 = DAT/Altana). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleichs als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 156, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32 f. = BB 2007, 2395, 2400; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind. Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichsforderung üblicherweise durch Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes errechnet wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Diese Überlegungen rechtfertigen es, bei der Ermittlung des Ausgleichs grundsätzlich den mit Hilfe der Ertragswertmethode errechneten Ertragswert als Basis heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 834 f. = Der Konzern 2011, 427, 438 f.; OLG Düsseldorf AG 2017, 584, 588; Veil/Preisser in: BeckOGK AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 58).

2. Der angesetzte Verrentungszinssatz von 2,8 % bedarf keiner Korrektur.
 - a. Dabei kann nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, wohingegen bei der Ausgleichszahlung die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots sowie der Auszehrung durch nachteilige Weisungen, die aufgrund von § 308 Abs. 1 AktG zu befolgt werden müssen, ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannter betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktio-

näre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabführungsvertrages erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 103; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 56; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207 ff.).

Für die Ermittlung des Verrentungzinssatzes existiert keine bestimmte Regel, die zu einem einzig richtigen Ergebnis führt. Vielmehr muss die Regel, nach der dieser Zinssatz ermittelt wird, den Bewertungszielen entsprechen, in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und praktisch gebräuchlich sein (vgl. BGHZ 207, 114, 126 f. und 128 = NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 = ZIP 2016, 110, 114 = WM 2016, 157, 162 = BB 2016, 304, 305 = MDR 2016, 337, 338 = Der Konzern 2016, 88, 91 und 92 = NJW-RR 2016, 231, 235; ZIP 2023, 795, 802 = WM 2023, 714, 721 = DB 2023, 953, 960 = Der Konzern 2023, 217, 224; Popp/Ruthhardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 12 Rdn. 208; Popp WPg 2018, 244, 248).

- (1) Der Verrentungzinssatz wurde hier sachgerecht entsprechend der in der Bewertungspraxis vorherrschenden Methode über den Basiszinssatz und dem hälftigen Risikozuschlag abgeleitet (vgl. OLG München AG 2018, 753, 757 f. = Der Konzern 2019, 277, 284; AG 2008, 28, 32 = BB 2007, 2395, 2400; OLG Frankfurt AG 2015, 241, 246 f. = Der Konzern 2016, 240, 254; AG 2014, 822, 828). Damit wird vorliegend das soeben beschriebene Insolvenz- und Auszehrungsrisiko des garantierten Ausgleichsbetrages sachgerecht abgebildet.
- (2) Die von Seiten der Antragsteller hiergegen vorgebrachten Einwände vermögen nicht zu überzeugen und rechtfertigen keine Erhöhung des Verrentungzinssatzes.

- (a) Dies gilt namentlich für die Annahme, der Verrentungszinssatz müsse erhöht werden, weil das Insolvenzrisiko bzw. ein laufzeitangepasster Credit Spread der Antragsgegnerin auf der Basis langfristiger Anleihen bzw. langfristiger Kredite abzuschätzen sei. Die Ausgleichszahlung kann nämlich nicht additiv aus den Finanzierungskosten der Muttergesellschaft und einen Zuschlag für das Ausfallrisiko im Laufe des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ermittelt werden. Dies würde zu einer Doppelerfassung von Risiken führen.

Zwar wird diese Auffassung in der Literatur und auch in der Bewertungspraxis vertreten, wonach bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ohne eine Klausel, wonach im Falle der Beendigung des Vertrages der Abfindungsanspruch wieder aufleben soll, die ungesicherten Fremdkapitalkosten nochmals um eine Risikoprämie zu erhöhen seien (vgl. Frank/Muxfeld/Galle CF 2016, 446, 451 ff.). Allerdings trägt das zentrale Argument des Ausfalls der zahlungspflichtigen Antragsgegnerin durch Insolvenz jedenfalls im vorliegenden Fall nicht. Die Ausgleichszahlung beläuft sich auf € 1,90 netto, was zu einer jährlichen Ausgleichssumme von maximal rund € 4,55 Mio. führt, nachdem es bei der Gesellschaft rund 22 % außenstehende Aktionäre gibt. Ab der mit der Übergangsphase beginnenden Ausschüttung liegt das geplante Jahresergebnis deutlich über diesem Betrag, weshalb die geplanten Ergebnisse bei weitem ausreichen, um die Summe der Ausgleichszahlungen aus dem abzuführenden Gewinn zu begleichen. Daher ist es im vorliegenden Fall nicht überzeugend anzunehmen, hier müsse das Risiko aus Ausgleich- und Verlustübernahme aus Vermögenswerten der herrschenden Gesellschaft bestritten werden.

Zudem ist zu beachten, dass in der Situation, bei der sich die abzuführenden Mittel auf der Ebene der beherrschten Gesellschaft befinden, es eine Hauptforderung des Aktionärs als einfache Insolvenzforderung gibt, die bei Realisierung in die Masse fließen und die Minderheitsaktionäre über eine einfache

Insolvenzforderung quotaal befriedigt würden. Liegen die liquiden Mittel dagegen auf der Ebene der Muttergesellschaft, haben die Minderheitsaktionäre eine einfache Insolvenzforderung, aber keinen dinglichen Anspruch auf die Garantiedividende. Indes wird der Insolvenzverwalter dann Beteiligungen und Assets in der Insolvenzmasse verwerten. Zudem muss auch die Möglichkeit der Kündigung des Unternehmensvertrages durch den Vorstand der beherrschten Gesellschaft in die Betrachtung einfließen, die in § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG geregelt ist. Im Falle der voraussichtlichen Leistungsunfähigkeit des anderen Teils steht dem Vorstand der beherrschten Gesellschaft ein Recht zur außerordentlichen Kündigung des Unternehmensvertrages zu, weshalb dann aber der normale Dividendenanspruch gegen die vormals beherrschte Gesellschaft wieder auflebt. Auch wenn es sich bei der außerordentlichen Kündigung um eine unternehmerische Entscheidung des Vorstands der beherrschten Gesellschaft handelt, kann sich das damit verbundene Ermessen im Einzelfall durchaus zu einer Pflicht zur Kündigung verdichten, wenn die weitere Konzernverbindung mit dem Unternehmensinteresse unvereinbar ist (vgl. Rieger/Mutter DB 1997, 1603 ff.) – damit aber reduziert sich wiederum die Ausfallgefahr infolge einer Insolvenz der Antragsgegnerin bzw. ihrer Muttergesellschaft erheblich.

Die von der Antragsgegnerin als herrschendes Unternehmen gezahlten Kreditzinsen können keinesfalls Maßstab für die Ableitung des Verrentungszinssatzes sein. Die tatsächlich gezahlten Kreditzinsen des herrschenden Unternehmens enthalten nämlich auch die Marge der Bank, nachdem diese über die von ihr vereinnahmten Kreditzinsen ihre Kosten für die Überwachung von Krediten oder für deren Bearbeitung sowie den Gewinnanteil der Bank enthalten muss. Damit aber kann der Spread nicht nur das Risiko für das beherrschte Unternehmen, hier also die Schaltbau Holding AG, abgelden. Damit aber kann der Spread

nicht nur das Risiko des beherrschten Unternehmens, hier also der Schaltbau Holding AG, abgelten.

- (b) Der vorliegend gewählte Mittelwertansatz von 2,8 % bildet das Auszehrungs- wie auch das Insolvenzrisiko hinreichend ab, nachdem es hier gerade nicht zum Wiederaufleben des Abfindungsanspruchs kommen kann, wo die betroffenen Aktionäre nahezu ausschließlich das Insolvenzrisiko trifft, das durch einen Anleihezinssatz abgebildet wird. Die hier gewählte Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung und der bewertungsrechtlichen Praxis weit verbreitet.

Die Gefahr, dass der Vorstand des Hauptaktionärs wertmindernde Maßnahmen veranlassen könnte und es dadurch zu einer Auszehrung der beherrschten Gesellschaft kommen könnte, ist zweifelsohne gegeben, wird aber auch im Verrentungszinssatz reflektiert. Hier muss nämlich auch gesehen werden, dass die Sinnhaftigkeit einer solchen Maßnahme angezweifelt werden kann. Vor allem aber hat der im Unternehmen verbleibende Aktionär auch die Chance auf eine Werterhöhung (vgl. BGHZ 227, 137, 151 = NZG 2020, 1386, 1390 = AG 2020, 949, 953 = ZIP 2020, 2230, 2235 = WM 2020, 2139, 2143 = DB 2020, 2399, 2404 = DZWIR 2021, 104, 108 = Der Konzern 2021, 115, 119 = DStR 2020, 2742, 2746). Auch kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Auszehrungsrisiko auf der Basis des Anspruchs auf Verlustausgleich aus § 302 AktG ermittelt werden könnte, nachdem dieses durch den Buchwert des Eigenkapitals von € 1,94 Mrd. in Relation zu dem sehr viel höheren Ertragswert von deutlich über € 4 Mrd. gedeckt sei. Bei der Antragsgegnerin konnten die Vertragsprüfer keine konkreten Handlungsabsichten der Antragsgegnerin zur Schädigung der Gesellschaft erkennen.

- (c) Mangels gegenteiliger Anhaltspunkte zum Stichtag der Hauptversammlung muss von einer unendlichen Laufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der

Schaltbau Holding AG und der Antragsgegnerin ausgegangen werden. Für den Fall eines nachfolgenden Squeeze Out wären die Aktionäre aber insoweit geschützt, als der Barwert der Ausgleichszahlung die Untergrenze für die festzusetzende Barabfindung nach §§ 327 a ff. AktG. bedeutet (vgl. BGHZ 227, 137, 142 und 148 ff. = NZG 2020, 1386, 1387 ff. = AG 2020, 949, 950 ff. = ZIP 2020, 2230, 2232 ff. = WM 2020, 2139, 2140 ff. = DB 2020, 2399, 2401 ff. = DZWIR 2021, 104, 105 ff. = Der Konzern 2021, 115, 116 ff. = DStR 2020, 2742, 2743 ff.).

- (d) Die Kammer verkennt bei dem Ansatz eines Verrentungszinssatzes von gerundet 2,8 % vor Steuern nicht, dass es zulässig sein kann, diesen Zinssatz nach der Spread-Methode zu ermitteln (vgl. BGH ZIP 2023, 795, 802 = WM 2023, 714, 721 f. = DB 2023, 953, 960 = Der Konzern 2023, 217, 224). Indes hat der BGH ebenso darauf hingewiesen, dass diese Methode nicht zwingend angewandt werden müsse, nachdem auch die vorliegend gewählte Mittelwertmethode in der Praxis üblich ist, worauf bereits oben hingewiesen wurde. Sie ist jedenfalls geeignet, dass sich für den im Unternehmen verbleibenden Aktionär ergebende Insolvenzrisiko der herrschenden Gesellschaft sowie das Risiko der Auszehrung der beherrschten Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens bis zur Kündigung des Beherrschungsvertrages auszudrücken, wobei namentlich aus den genannten Gründen bei der Antragsgegnerin ein deutlich erhöhtes Insolvenzrisiko nicht angenommen werden kann.
3. Auf der Basis eines Wertes von € 50,33 je Aktie ergibt sich bei dem Verrentungszinssatz von 2,80 % ein Ausgleich in Höhe von € 2,16 brutto.
- a. Die Art und Weise der Ermittlung des Ausgleichs ist nicht zu beanstanden. Die Berechnung berücksichtigt zutreffend den Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Dem kann nicht entgegengehalten

werden, bei der Berechnung werde von dem Wert ausgegangen, der bereits von einer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern wie auch von Unternehmenssteuern ausgeht. Vorliegend wurde nämlich zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages die Steuerbelastung mit der persönlichen Einkommensteuer aufgeschlagen, wobei entsprechend der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Steuergesetzgebung in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 a EStG ein Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde. Zu dem so ermittelten Zwischenwert wurden sodann die anfallende Körperschaftsteuer sowie der auf diese entfallende Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 15,825 % aufgeschlagen, woraus sich dann die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 2,56 je Aktie errechnet, wobei dieser Wert den aktuellen Basiszinssatz reflektiert. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28; 32 = BB 2007, 2395, 2399 f.; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

- b. Der Betrag von € 2,16 brutto der als Garantiedividende zu zahlen ist, errechnet sich aus dem im Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von € 1,64 je Stückaktie aus Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen der Schaltbau Holding AG unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes, der inklusive Solidaritätszuschlag 15,825 % beträgt. Hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag von den mit Körperschaftsteuer zu belastenden Gewinnanteil von € 0,26. Hinzu kommt der anteilige Ausgleich aus nicht mit deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag belastetem Gewinn von € 0,52 je Aktie, woraus sich dann aus der Addition ein Ausgleich in Höhe von € 2,16 brutto ergibt.
- c. Eine Ermittlung des Ausgleichs über den Börsenkurs, wie sie in der Rechtsprechung mittlerweile gleichfalls zugelassen wird (vgl. BGH ZIP 2023, 795, 800 f. = WM 2023, 714, 719 ff. = DB 2023, 953, 958 ff. = Der Konzern 2023, 217, 222 ff.), führt zu keiner höheren Bewertung, da der Börsenkurs unter

dem über die Ertragswertmethode ermittelten Abfindungsbetrag liegt und eine Verschlechterung ausgeschlossen ist. Angesichts dessen muss die Kammer nicht entscheiden, inwieweit hier ein funktionierender Kapitalmarkt gegeben war, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktlücke vorlag.

IV.

1. Die Anhörung der Vertragsprüfer von _____ hat zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.

a. Die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch Einholung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ist auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.

(1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München AG 2014, 453, 454 = Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 4./5. Aufl., § 8 Rdn. 4 und 14; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: BeckOGK, Stand: 1.10.2023, § 8 SpruchG Rdn. 15). Aufgrund des Berichts der Vertragsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei ganztägigen Anhörungsterminen hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen, den Feststellungen zur Ewigen Rente, der Problematik der Thesaurierung sowie zu den Grundlagen des Kapitalisierungszinssatzes und zum nicht betriebsnotwendigen

Vermögen als den wesentlichen Aspekten der hier vorzunehmenden Ermittlung der angemessenen Abfindung.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gem. § 293 c Abs. 1 AktG bestellten Vertragsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist nämlich mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Einl. SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Prüfers zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur

Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. 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. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f. = Der Konzern 2007, 356, 359; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/ Haber-sack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

- (2) Eine Mitgliedschaft der Vertragsprüfer im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs.1 bis Abs. 4 HGB, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwertungsverbot ableiten ließe. Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Drescher in: BeckOGK, Stand: 1.10.2023, § 8 SpruchG Rdn. 15). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus einer Mitgliedschaft der Vertragsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum für die dem Vertragsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, wenn namentlich _____ und _____ in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer tätig wurde und gegebenenfalls auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtlich bestellten) Sachverständigen, der in derselben Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu

einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenäuffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothese aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgetragen, sowie namentlich und seien früher mit der Bewertung der Schaltbau Holding AG befasst gewesen.

- (3) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der von den Wirtschaftsprüfern von als Vertragsprüfer getroffenen Feststellungen. und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Sachkunde. Sie haben sowohl im Prüfungsbericht als auch in der mündlichen Anhörung samt ihrer ergänzenden Stellungnahme die vorgenommenen Prüfungshandlungen hinreichend erläutert und dabei insbesondere auch begründet, warum die Vertragsprüfer gerade auch die Planansätze aus dem Bewertungsgutachten von für angemessen und sachgerecht begründet erachteten. Daraus wird deutlich, dass sie sich ihrer Aufgabe und Funktion als gerichtlich bestellte Vertragsprüfer in vollem Umfang bewusst waren. Dies zeigt sich weiterhin daran, dass die Vertragsprüfer bei der Ableitung des Beta-Faktors über die Peer Group-Unternehmen weitergehende Analysehandlungen vorgenommen haben, indem sie die Peer Group verkleinerten, weil die Geeignetheit einiger Unternehmen auch in Frage gestellt werden könnte. Weiterhin plausibilisierten die Vertragsprüfer den mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert und darauf basierend die Abfindung anhand einer

Multiplikatorenanalyse. Dabei gelangten sie im Rahmen ihrer Prüfung zu dem Ergebnis, dass der von [redacted] ermittelte Unternehmenswert deutlich oberhalb des Mittelwerts der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren für die Jahre 2021 bis 2023 lag. Über ein Multiplikatorverfahren kann keinesfalls eine angemessene Barabfindung angesichts der bestehenden Ungenauigkeit dieser Wertermittlung begründet werden. Jedoch können die daraus gewonnenen Erkenntnisse sehr wohl zur Plausibilisierung des mithilfe der Ertragswertmethode gefundenen Barabfindung herangezogen werden (vgl. Böcking/Rauschenberg in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 2.52), was vorliegend auch geschah.

- (4) Die Kammer war nicht gehalten, aufgrund des Schriftsatzes der Antragsteller zu 19) bis 25), 39) und 52) eine ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer von [redacted] einzuholen. Der entsprechende Sachvortrag zu der fehlerhaften Ermittlung namentlich des Beta-Faktors muss als verspätet gem. § 10 Abs. 2 SpruchG zurückgewiesen werden. Aufgrund von § 9 Abs. 1 SpruchG hat jeder Beteiligte in der mündlichen Verhandlung und bei deren schriftlicher Vorbereitung seine Anträge sowie weiteres Vorbringen so zeitig vorzubringen, wie es nach der Verfahrenslage einer sorgfältigen und auf Förderung des Verfahrens bedachten Verfahrensführung entspricht. Vorbringen, auf das andere Beteiligte oder in den Fällen des § 8 Abs. 2 SpruchG über die Anhörung des sachverständigen Prüfers im Termin zur mündlichen Verhandlung ohne vorhergehende Erkundigung keine Erklärungen abgeben können, ist vor der mündlichen Verhandlung durch vorbereitende Schriftsätze so zeitig mitzuteilen, dass die Genannten die erforderliche Erkundigung noch einziehen können. Vorbringen, das entgegen § 9 Abs. 1 und Abs. 2 SpruchG nicht rechtzeitig erfolgt, kann zurückgewiesen werden, wenn die Zulassung nach der freien Überzeugung des Gerichts die Erledigung des Verfahrens verzögern würde und die Verspätung nicht entschuldigt wird. Diese Voraussetzungen sind vorliegend erfüllt.

(a) Die Antragsteller zu 19) bis 25), 39) und 52) wären verpflichtet gewesen, ihre Ausführungen zur fehlerhaften Ermittlung des Beta-Faktors bereits mit der Antragstellung oder der Antragsserwiderung vor dem Termin zur mündlichen Verhandlung zu präzisieren, wie dies in § 9 Abs. 1 und Abs. 2 SpruchG vorgegeben ist. Zu dem Vorbringen im Sinne des § 9 SpruchG gehört insbesondere auch die Begründung, warum ein bestimmter Parameter nicht zutreffend in die Bewertung eingeflossen ist. Die Frage, inwieweit der originäre Beta-Faktor der Schaltbau Holding AG belastbar ist oder nicht, war ebenso wie die Zusammensetzung der Peer Group Gegenstand des Bewertungsgutachtens wie auch des Prüfungsberichts und der Antragsserwiderung. Dann aber hätte es zum einen einer sorgfältigen und auf Förderung des Verfahrens bedachten Verfahrensführung entsprochen, die entsprechenden Ausführungen, gegebenenfalls unterlegt durch ein Privatgutachten noch vor dem Termin einzureichen. Selbst zwischen der Zustellung der Ladung und dem Termin lag eine Zeitspanne von etwas mehr als vier Monaten, innerhalb der ein Privatgutachten zu einem der vielen Aspekte des Falles hätte eingeholt werden können. Die Zeit hierzu hätte ohne jeden Zweifel ausgereicht, nachdem den Auftrag im Dezember 2023 erhielt und das Gutachten vom 20.2.2024 datiert. Dann hätten namentlich auch und genügend Zeit gehabt, sich mit den Einwänden gegen ihre Feststellungen auseinanderzusetzen.

(b) Die Zulassung würde nach der freien Überzeugung des Gerichts die Erledigung des Rechtsstreits verzögern. Es gilt nämlich der absolute Verzögerungsbegriff. Danach liegt eine Verzögerung vor, wenn die Zulassung des nach Fristablauf eingegangenen Vorbringens zu irgendeiner zeitlichen Verschiebung des Verfahrensablaufs zwingt (so die h.M.; vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5 HK O 19183/09; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK o 16226/08; Dorn in: Kölner Kommentar

zum AktG, 4. Aufl., § 9 Rdn. 9; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 10 Rdn. 10; Koch, AktG, a.a.O., § 10 SpruchG Rdn. 4; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2023, § 10 Rdn. 4; Wittgens in: Schmidt/ Lutter, AktG, a.a.O., § 10 Rdn. 3). Würde man dem Antrag nachkommen, müsste anstelle einer Endentscheidung eine nochmalige Befassung der Abfindungsprüfer mit diesem Vortrag erfolgen, von dem auch nicht ausgegangen werden kann, er könne als unstreitig zugrunde gelegt werden, nachdem die Antragsgegnerin die Tatsache einer unzutreffenden Ermittlung des Beta-Faktors stets bestritten und dabei insbesondere auf die fehlenden Serienaufträge im Pkw-Bereich bis in die Jahre 2023 und 2024 hingewiesen hat. Dann aber würde das Verfahren länger dauern als bei Annahme der Präklusion, weil die Abfindungsprüfer zunächst einmal ihre ergänzende Stellungnahme erarbeiten müssten, zu der dann allen Verfahrensbeteiligten eine angemessene Frist zur Stellungnahme gesetzt werden müsste.

- (c) Eine hinreichende Entschuldigung der Verspätung kann auch unter Berücksichtigung des Schriftsatzes vom 26.2.2024 nicht angenommen werden. Zwar sieht dies der Wortlaut des § 10 Abs. 2 ZPO nicht vor; doch genügt für die Präklusionswirkung bereits jede Fahrlässigkeit (vgl. Koch, AktG, a.a.O., § 10 SpruchG Rdn. 6; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 10 Rdn. 26). Die Antragsteller hätten diesen Vortrag, den sie mit dem Gutachten untermauern wollen, bereits vor dem Termin zur mündlichen Verhandlung vorbringen müssen. Dies haben sie nicht getan, wobei sie angesichts des Inhalts des Bewertungsgutachtens wie auch des Prüfungsberichts unter Berücksichtigung der Antragsabweisung hinreichend Anlass dazu gehabt hätten. Ein nicht vertretbares Informationsdefizit kann nicht angenommen werden, weil die Probleme des originären Beta-Faktors seit der Veröffentlichung des Bewertungsgutachtens wie auch des Prüfungsberichts den Antragstellern bekannt waren. Von einer nicht hinzunehmenden Unvollständigkeit des ergänzenden

Stellungnahme kann nicht ausgegangen werden. Die Wachstumsraten in der Konvergenzphase können ohne Weiteres der übermittelten Stellungnahme entnommen werden, weil in ihr die Umsatzzahlen genannt sind. Auch deshalb konnte seitens der Antragsteller nicht davon ausgegangen werden, die Kammer würde noch eine ergänzende Stellungnahme einholen. Bei den weiteren Ausführungen insbesondere im Zusammenhang mit der Information der Presse über Verkaufspreise für das Segment SBRS handelt es sich um Rechtsausführungen im Zusammenhang mit der Wurzeltheorie, die bei der Entscheidung auch berücksichtigt wurden.

Angesichts dessen übt die Kammer ihr Ermessen dahingehend aus, dass der entsprechende Vortrag wegen Verspätung zurückzuweisen ist.

- b. Bei der Entscheidungsfindung konnte auch auf das Bewertungsgutachten von zurückgegriffen werden. Es kann im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter vom Vertragsprüfer einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, zumal sie sich in das Gesamtbild des zu bewertenden Unternehmens einfügen.
2. Die Vorlage weiterer Unterlagen zur Planung und zur Bewertung war ebenso wenig anzuordnen wie die Vorlage der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.
 - a. 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. Zwar

gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). 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 Düsseldorf AG 2021, 25, 27; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06, OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; LG Frankfurt AG 2022, 548, 552 = Der Konzern 2022, 435, 439; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67). 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 Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- b. Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Vertragsprüfer von _____ 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 – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur LG Frankfurt AG 2022, 548, 552 = Der Konzern 2022, 435, 439; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 22; Bunterg/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780). Ob dem mit Blick auf §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2023, § 7 SpruchG Rdn. 10), 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, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers 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.; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2023, § 7 SpruchG Rdn. 10; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

C.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzeinrichtung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist in Richtung auf die anderen Antragsteller 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 Vertragsprüfer im Termin vom 31.8.2023 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Kosten, zur Thesaurierung, sowie zum Kapitalisierungszinssatz gebracht hat.

b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 SpruchG.

(1) Nach dieser Vorschrift 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. Davon kann vorliegend nicht ausgegangen werden, weil die Anträge in der Sache keinen Erfolg hatten. Die Kammer hält mit Blick auf die nunmehr entgegenstehende Auffassung des Oberlandesgerichts München im Beschluss vom 11.3.2020, Az. 31 Wx 341/17 (AG 2020, 440, 444 f. = ZIP 2020, 761, 762 ff. = WM 2020, 1028, 1034 ff.) an ihrer bisher vertretenen Auffassung zur Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin nicht mehr fest. Das Oberlandesgericht München begründet seine Auffassung im Wesentlichen damit, aus der Gesetzgebungsgeschichte (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 18) ergebe sich der Wille des Gesetzgebers, dass im Falle des Unterliegens die Antragsteller ihre Kosten zu tragen hätten. Eine regelmäßige Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin widerspreche danach dem Willen des Gesetzgebers, wonach die Kostentragungspflicht der Antragsteller im Falle des Unterliegens die Regel darstellen soll. Auch weist das Oberlandesgericht München neben diesem Argument darauf hin, das mit der Verteilung verbundene Kostenrisiko sei keinesfalls existenzbedrohend – ein Rechtsschutzverlust ist mit dieser Regelung nicht verbunden, weil sich die Antragsteller im Spruchverfahren nicht zwingend anwaltlich vertreten lassen müssen und an die Antragsbegründungspflicht vergleichsweise niedrige Anforderungen zu stellen sind. Infolge der Berechnung der Anwaltsgebühren auf der

Grundlage von § 31 RVG und nicht aus dem vollen Geschäftswert ist das Kostenrisiko zudem überschaubar, weshalb eine unzulässige Verkürzung des Rechtsschutzes nicht angenommen werden kann. Die allgemeiner formulierte Vorschrift des § 81 Abs. 1 FamFG findet angesichts der Spezialregelung in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F., die im Wesentlichen der Neuregelung in § 15 Abs. 2 SpruchG entspricht, keine Anwendung. Besondere Gründe, die eine hiervon abweichende Entscheidung rechtfertigen könnten, sind vorliegend nicht erkennbar.

- (2) Der Antragsgegnerin steht indes kein Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsteller zu. Hierfür besteht keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 2 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.; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 422 = Der Konzern 2012, 199, 211; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Drescher in: BeckOGK, Stand: 1.10.2023, § 15 SpruchG Rdn. 25; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; Koch, AktG, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 6; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), a.a.O., § 34 Rdn. 49).
2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,- festzusetzen. Dieser ist aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgeblich.