

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 12085/21



In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 10.10. und 11.10.2024 am 20.12.2024 folgenden

Beschluss:

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der MAN SE zu leistende Barabfindung wird auf € 79,71 je auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktie erhöht. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 1.9.2021 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an die gemeinsame Vertreterin zu zahlende Vergütung werden auf € 7.500.000,-- festgesetzt.

Gründe:

A.

I.

1. a. Die MAN SE (im Folgenden auch: die Gesellschaft) und die damals noch als firmierende Antragsgegnerin hatten am 26.4.2013 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen, in dem sich die Antragsgegnerin verpflichtet hatte, den außenstehenden Aktionären einen Ausgleich in Höhe von € 3,30 brutto und eine Barabfindung in Höhe von € 80,89 je MAN-Stamm- und Vorzugsaktie zu bezahlen. Mit rechtskräftigem Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5 HK O 16371/13 erhöhte das Landgericht München I die zu leistende Abfindung auf € 90,29 je Stamm- und Vorzugsaktie. Die Antragsgegnerin kündigte diesen Unternehmensvertrag am 22.8.2018 mit Wirkung zum 1.1.2019, 0.00 Uhr. Die Minderheitsaktionäre hatten im Anschluss daran die Möglichkeit, ihre Aktien zwei Monate nach dem 3.1.2019 der Antragsgegnerin zum entsprechenden Barabfindungsangebot von € 90,29 je Aktie anzudienen.
- b. Mit Schreiben vom 28.2.2020 teilte die Antragsgegnerin dem Vorstand der MAN SE die Absicht mit, die Gesellschaft als übertragender Rechtsträger auf die Antragsgegnerin als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen und die Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auszuschießen. Die Antragsgegnerin und die MAN SE machten dies mit entsprechenden Ad hoc-Mitteilungen noch am selben Tag über das elektronische Verbreitungssystem DGAP öffentlich bekannt. Am 10.5.2020 veröffentlichte der Vorstand der MAN SE eine Ad hoc-Mitteilung, die ursprünglich für den 30.6.2020 geplante ordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft zu verschieben. Der Vorstand der Gesellschaft beschloss am 11.9.2020 eine grundlegende Restrukturierung des Bereichs einschließlich eines Personalabbaus

und gab diese Neuausrichtung wiederum mittels Ad hoc-Mitteilung bekannt. In der Folgezeit veröffentlichte der Vorstand der Gesellschaft eine weitere Ad-hoc-Mitteilung über die Entscheidung der Antragsgegnerin, den angekündigten Squeeze out nicht mehr im Jahr 2020 durchzuführen. In einem Zeitraum von drei Monaten bis zum 27.2.2020 betrug der volumengewichtete Durchschnittskurs nach einer Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht € 41,91 je Stammaktie und € 42,17 je Vorzugsaktie der MAN SE.

Die Antragsgegnerin und die MAN SE schlossen am 14.5.2021 einen Verschmelzungsvertrag, der eine Verschmelzung unter Auflösung ohne Abwicklung durch Übertragung des gesamten Vermögens der MAN SE als übertragende Gesellschaft auf die Antragsgegnerin als übernehmende Gesellschaft ebenso vorsah wie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre.

- c. Am 29.6.2021 fasste die Hauptversammlung der MAN SE den Beschluss, die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre gegen Gewährung einer von der Antragsgegnerin zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von € 70,68 je auf den Inhaber lautende Stammaktie und je auf den Inhaber lautende Vorzugsaktie ohne Stimmrecht auf die Antragsgegnerin zu übertragen.
- d. Das zum Stichtag der Hauptversammlung € 376.422.400,-- betragende Grundkapital der MAN SE war in 147.040.000 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils € 2,56 eingeteilt. Die Stückaktien wiederum waren eingeteilt in 140.947.350 Stammaktien und 6.065.650 stimmrechtslose Vorzugsaktien. Die Aktien der Gesellschaft waren zum Handel im Regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) und an den Regulierten Märkten der Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gelistet und wurden zudem im Freiverkehr an der Trade Gate Exchange gehandelt.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 ihrer Satzung (Anlage AG 2) in der Beteiligung an Unternehmen aller Art, insbesondere des Maschinen-, Anlagen-, Fahrzeug- und Motorenbaus sowie im Handel und in der Herstellung solcher Erzeugnisse sowie der Bearbei-

tung von Werkstoffen aller Art. Aufgrund von § 2 Abs. 2 der Satzung ist die Gesellschaft zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die zur Erreichung des Gesellschaftszwecks notwendig oder nützlich erscheinen.

Die MAN SE hielt am 29.6.2021 100 % der Anteile an
als einem der führenden Hersteller von Nutzfahrzeugen in Europa, sowie 100 % der Anteile an der MAN Latin America als einem der großen Lkw- und Bushersteller in Lateinamerika. Daneben hielt die Gesellschaft 13,35 % der Kapitalanteile und 17,37 % der Stimmrechte an der Scania AB – einem weltweit führenden Anbieter von Lkw, Bussen sowie von Schiffs- und Industriemotoren. Über ihre 100%ige Tochtergesellschaft MAN Finance and Holding SA hielt die Gesellschaft zum damaligen Zeitpunkt 25 % und eine Aktie an der in Hong Kong ansässigen Sinotruk (Hong Kong) Ltd. (im Folgenden auch: Sinotruk Ltd.) – einem vor allem auf den chinesischen Markt ausgerichteten Vollsortimentanbieter von Nutzfahrzeugen mit dem Schwerpunkt auf schweren Lkw.

2. a. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 29.6.2021 erstattete
unter dem 8.5.2021 eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der MAN SE und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung zum Bewertungsstichtag 29.6.2021 (Anlage AG 3). Die Wirtschaftsprüfer von ermittelten in Anwendung der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert von € 10.393 Mio., woraus sich dann eine Barabfindung von € 70,68 je Aktie errechnete. Dabei gingen sie von einer die fünf Jahre von 2021 bis 2025 umfassenden Detailplanungsphase aus, in der sie im Jahr 2021 Umsatzerlöse von € 12.855 Mio., im Jahr 2022 von € 13.620 Mio., im Jahr 2023 von € 15.110 Mio., im Jahr 2024 von € 16.453 Mio. und im Jahr 2025 von € 17.050 Mio. ansetzten. Das operative Ergebnis/EBIT soll im Jahr 2021 bei minus € 505 Mio., im Jahr 2022 bei 360 Mio., im Jahr 2023 bei € 790 Mio., im Jahr 2024 bei € 1.010 Mio. und im Jahr 2025 bei € 1.040 Mio. liegen. Das letzte Planjahr wurde von den Bewertungsgutachtern um ein technisches Planjahr ergänzt, in dem Umsatzerlöse von € 13.250 Mio. als Durchschnitt der Jahre von 2021 bis 2025 und ein EBIT von € 1.103 Mio. ange-

nommen wurden. Im Terminal Value ging das Bewertungsgutachten von einem Wachstum von 0,5 % aus, was bei einer operativen Rendite von 7,0 % bei und von 7,2 % bei MAN Latin America sowie Sonstiges von minus € 23 Mio. zu einem EBIT von € 1.108 Mio. führte. In der Detailplanungsphase und für das technische Jahr 2026 setzten die Wirtschaftsprüfer von ebenso wie für die Ewige Rente eine Ausschüttungsquote von 50 % an.

Bei der Kapitalisierung der Überschüsse gingen die Bewertungsgutachter in ihrer gutachterlichen Stellungnahme von einem Basiszinssatz von 0,2 % vor Steuern aus. Den Risikozuschlag ermittelten sie in Anwendung des (Tax-)CAPM, wobei sie von einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern und einem über eine aus sieben Unternehmen bestehende Peer Group hergeleiteten Beta-Faktor von 0,97 ausgingen. Der verschuldete Beta-Faktor stieg von 1,35 im ersten Planjahr auf 1,37 im Jahr 2022, um dann kontinuierlich über 1,33 in den Jahren 2023 und 2024, 1,30 im Jahr 2025, 1,26 im technischen Jahr 2026 auf 1,22 in der Ewigen Rente zu sinken. Für den Terminal Value ging das Bewertungsgutachten von einem Wachstumsabschlag von 0,5 % aus.

Als Sonderwerte ermittelten die Wirtschaftsprüfer von steuerliche Verlustvorträge in einem Umfang von € 282 Mio. sowie übrige Beteiligungen mit einem Wert von € 13 Mio., wovon dann die persönliche Einkommensteuer auf Anteilseignerebene in einem Umfang von € 78 Mio. abgezogen wurde, weshalb Sonderwert mit € 218 Mio. in den Unternehmenswert einfließen.

Aufgrund der Entwicklung zwischen dem Abschluss des Bewertungsgutachtens und dem Stichtag der Hauptversammlung kam es zu keiner Veränderung der Barabfindung, auch wenn der Basiszinssatz auf 0,3 % vor Steuern angestiegen war, nachdem die neuesten Entwicklungen im Forecast 5+7 gegenläufig waren. Auch wurde nicht mehr von einer Schließung des Werks in Steyr/Österreich, sondern von einem Verkauf aller an gehaltenen Anteile ausgegangen. In ihrer Stichtagserklärung (Anlage AG 5) wiesen die Bewertungsgutachter auf eine Überkompensation der negativen Auswirkungen des angestiegenen Basiszinssatzes durch den gemeinsamen Effekt aus dem verbesserten Forecast 5+7 und dem Verkauf aller Anteile an

hin.

- b. Die mit Beschluss des Landgerichts München I vom 4.3.2020, Az. 5HK O 2745/20 zur Abfindungsprüferin bestellte

ge-

langte in ihrem Prüfungsbericht vom 11.5.2021 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die auf € 70,68 festgesetzte Barabfindung stelle sich als angemessen dar. In ihrer Stichtagserklärung (Anlage AG 6) wiesen die Abfindungsprüfer darauf hin, dass die Barabfindung von € 70,68 auch unter Würdigung des Forecast 5+7 und des Verkaufs aller Anteile an unverändert angemessen sei.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von sowie des Prüfungsberichts von sowie die jeweiligen Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 3 bis AG 6 Bezug genommen.

3. Die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister der MAN SE und des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der Antragsgegnerin erfolgte jeweils am 31.8.2021; beide Eintragungen wurden jeweils am nächsten Tag, mithin am 1.9.2021 bekannt gemacht. Die Antragsteller zu 1) bis 78), zu 80) bis 121) waren im Zeitpunkt der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der Antragsgegnerin Aktionäre der MAN SE.

II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 1.12.2021 beim Landgericht München I zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung erhöht werden.

1. Diese Notwendigkeit resultiere bereits aus den zum Nachteil der Minderheitsaktionäre unplausiblen und folglich korrekturbedürftigen Planannahmen.
 - a. Aus den Planunterschreitungen in den Jahren 2017 und 2019 lasse sich bereits auf eine fehlerhafte Planungssystematik schließen. Auch müsse von einer Einflussnahme der Antragsgegnerin sowie gegebenenfalls auch von der Volkswagen AG als Konzernobergesellschaft auf die Planung der Gesellschaft ausgegangen werden. Unklar bleibe der Hintergrund für die im April 2021 vorgenommenen Plananpassungen bei der Aktualisierung der Mittelfristplanung. Aufgrund der pandemiebedingten Verwerfungen hätte die Detailplanungsphase auf sechs Jahre verlängert werden müssen.
 - b. Die Umsatzplanung wie auch die Ableitung des Ergebnisses müsse angesichts der fehlenden Plausibilität korrigiert werden.
 - (1) Die Meldung zum 30.9.2021 mit einem operativen Gewinn von € 245 Mio. belege, dass die Planansätze zum 29.6.2021 mit einem zum Stichtag der Hauptversammlung nahezu abgeschlossenen ersten Halbjahr und danach nicht mehr anfallenden Restrukturierungsaufwendungen von € 900 Mio. mit einem Fehlbetrag von € 495 Mio. nicht mehr plausibel seien. Ebenso wäre es erforderlich gewesen, eine Planung auf der Grundlage des herrschenden Trends hin zu alternativen Antrieben und nicht der vorherrschenden Antriebsart durchzuführen und dabei auch die Total Cost of Ownership einfließen zu lassen. Zu pessimistisch sei die Planung der Nachholeffekte nach dem Krisenjahr 2020 für _____ nachdem der Umsatz im Jahr 2021 nur geringfügig über dem des Jahres 2019 liege. Die Planung der Absatzzahlen für Deutschland und Europa mit dem Nichterreichen des Niveaus von 2019 im Jahr 2025 stehe in Widerspruch zu einer Presseerklärung der KÜS vom August 2021 über eine weiterhin hohe Nachfrage nach Nutzfahrzeugen mit deutlich steigenden Zulassungszahlen. Die Planung berücksichtige nicht hinreichend den stetigen Anstieg der Bedeutung der Marken MAN und Neoplan als Folge einer weiteren Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und einer erheblichen Ergebnisverbesserung. Auch vernachlässige die Planung die sehr dynamische Entwicklung der bereits

im zweiten Halbjahr des Jahres 2020 einsetzenden Erholung nach dem Corona-Schock, von der das ifo-Institut bereits im November 2020 ausgegangen sei. Ebenso müsse die Planung neben der Stabilisierung des Umsatzes auf ein Normalniveau auch die Nachholeffekte abbilden. Dabei hätte auch das Ist-Ergebnis des ersten Halbjahres 2021 einbezogen werden müssen. Weiterhin übersehe die Planung die zum Stichtag bereits eingetretenen Fortschritte bei der Impfung und der ab Dezember 2020 angekündigten Zulassung eines Impfstoffes zur Bekämpfung der COVID-19-Pandemie.

- (2) Die Umsatzplanung vernachlässige die sich aus der Elektromobilität ergebenden Chancen gerade auch in der Fernstrecke, zumal die nicht lückenlose Lade-Infrastruktur in zwei bis drei Jahren geschlossen sein werde und neue Technologien die Ladezeit verkürzen würden. Dies gelte auch deshalb, weil das autonome Fahren in Lkw-Flottenverbänden schon jetzt erfolgreich verprobt werde und der Lkw gegenüber der Bahn über den Vorteil der direkten Kundenbelieferung verfüge. Der Hinweis auf unter Druck geratene Margen stehe in Widerspruch zu den Chancen aus der Elektromobilität, der Digitalisierung der Logistikbranche, der Existenz erheblicher Förderprogramme und der sich auf Rekordniveau befindenden Margen der Automobilhersteller. In die Planung einfließen müssten auch die Förderprogramme der Regierungen zugunsten der Elektromobilität. Die Planung vernachlässige zudem das sich aus dem vermehrten Umstieg auf emissionsarme Busse ergebende Potential.
- (3) Dem Einbruch des Umsatzwachstums von 2024 auf 2025 auf 2,2 % fehle die Plausibilität. Ebenso sei es nicht nachvollziehbar, wenn der 30 %-ige Marktführer von 2021 bis 2023 unter dem Vergleichsergebnis der Peer Group liege und anschließend nur Mittelmaß darstellen solle.
- (4) Die Planung für MAN Latin America mit einem künftigen Wachstum von lediglich 20,9 % stehe in deutlichen Widerspruch zu den deutlich höheren Wachstumsraten im Zeitraum von 2017 bis 2019. Unklar bleibe die Ursache für den Rückgang immaterieller Vermögenswerte bei MAN Latin Ame-

rica mit seinen Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

- (5) Aufklärungsbedarf bestehe, inwieweit die Planung die Rückstellungen für Gewährleistungen auf der Basis der bilanziellen Erfassung als „sonstige Rückstellungen“ mit erheblichem Umfang im Geschäftsjahr 2020 bilde. Gleichfalls müsse die Art und Weise der Berücksichtigung der mittlerweile erfolgten Veräußerung des Werks in Steyr in der Planung und des Einfließens des Zukunftsprogrammes PACE 2017 in die Planung aufgeklärt werden.
- c. Korrekturbedarf bestehe aufgrund der fehlenden Plausibilität bei der Aufwandsplanung.
- (1) Die Planung vernachlässige die sinkenden lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2020 bei einer gleichzeitig ansteigenden Eigenkapitalquote. Das erste Planjahr stelle sich als zu negativ dar, weil einmalige Aufwendungen fehlerhaft in die Planung einbezogen worden seien.
 - (2) Die Faktoren einer wirtschaftlichen Stabilisierung in Argentinien und Chile sowie die Verbesserung der Infrastruktur mit der daraus resultierenden Nachfrage würden zu einer nicht hinreichend beachteten Fixkostendegression und damit zu einer abnehmenden Personalaufwandsquote führen. Unklar bleibe die Entwicklung des Personal- wie auch des Materialaufwands sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in der MAN-Gruppe, bei sowie bei MAN Latin America.
 - (3) Unplausibel sei es, wenn es bei den fixen Aufwendungen in Relation zu den Umsatzerlösen zu einem Anstieg komme, nachdem der Verkauf des Produktionsstandortes Plauen und die Schließung des Werks in Steyr/Österreich im Zusammenhang mit dem Restrukturierungsprogramm zu einer Kostenreduktion verbunden mit einer Abbildung bei den sonstigen betrieblichen Erträgen als Folge dieser beiden Maßnahmen führen müsse. Die fixen Aufwendungen seien überhöht, weil in der durch die COVID-19-Pandemie bedingten Krisensituation der Grundstein für erhebliche Effizienz- und Einsparmöglichkeiten gelegt worden sei

- d. Das EBITDA müsse ebenso zu Gunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden wie die Margen.
- (1) Dem EBITDA fehle im Jahr 2021 mit einem Anstieg auf lediglich € 110 Mio. und damit einem im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2019 deutlich abweichenden Wert nach einem um 41,06 % größeren operativen Verlust im Jahr 2021 im Vergleich zum Krisenjahr 2020 die Plausibilität.
 - (2) Die Planung müsse als zu pessimistisch bezeichnet werden, wenn das in der Ad hoc-Mitteilung vom 11.9.2020 genannte und in der weiteren Ad hoc-Mitteilung vom 26.1.2021 wie auch in der Hauptversammlung bestätigte strategische Ziel einer Umsatzrendite von 8 % in Phase I nie erreicht und auch im Terminal Value eine Umsatzrendite von lediglich 6,9 % angesetzt werde, obwohl die angestrebte künftige Entwicklung des Unternehmens in der Planung abzubilden und diese auf die Erfüllung der beabsichtigten Zielsetzungen auszurichten sei. Ebenso fehle der Planung die Plausibilität, weil sich zwar das Umsatzwachstum besser als von Analysten prognostiziert entwickle, die EBIT-Marge aber dahinter zurückbleibe und erst im Jahr 2024 die durchschnittliche Ergebnismarge der Peer Group erreichen solle.
- e. Angepasst werden müsse auch das Beteiligungsergebnis.
- (1) Bei Sinotruk Ltd. müsse angesichts der Notwendigkeit des Best use-Prinzips entsprechend dem Werthaltigkeitstest der anteilige Börsenwert von € 1,221 Mrd. angesetzt werden, weil die Gesellschaft über eine Sperrminorität von 25 % und einer Aktie verfüge, weshalb eine Kontrollprämie von rund 20 % bis 30 % angesetzt werden müsse. Im Rückgang des Beteiligungsergebnisses fehle die Plausibilität, weil Sinotruk Ltd. und Scania AB dann ihren Peak schon im Jahr 2021 erreicht hätten, während bei
sowie MAN Latin America das operative Ergebnis schon ab 2021 ansteigen solle, weshalb es hier widersprüchliche Planansätze gebe. Unter Umständen müsse der Gesellschaft angesichts der Position des Vorstandsvorsitzenden und des Vice Präsident von MAN SE auch als Mitglied des Aufsichtsrats von Sinotruk Ltd. eine weitergehende Erkenntnis zu wei-

teren Planungen von Sinotruk Ltd. für die Jahre 2021 bis 2025 ff. vorgelegen haben, zumal die Planungen deutlich besser ausfallen würden als von ausländischen Analysten prognostiziert. Unklar bleibe, wie das Ergebnis von Sinotruk Ltd. in den Terminal Value eingeflossen sei.

- (2) Aus den zusätzlichen Stimmrechten der MAN SE an Scania AB resultiere ein zusätzlicher strategischer Wert im Sinne einer Synergie aus dem Gesellschaftsvermögen der Gesellschaft, der in der Bewertung abgebildet werden müsse. Auch bei der Bewertung der Beteiligung an Scania AB müsse es zu Anwendung des Best use-Prinzips kommen. In der Detailplanungsphase müsse das Ergebnis von Scania AB in vollem Umfang an die MAN SE weitergegeben werden, nicht nur in der Ewigen Rente. Auch hätte die sich aus dem Geschäftsbericht der Volkswagen AG ergebende Bewertung für Scania AB angesetzt werden müssen. Das Ergebnis hätte auch in Phase I in vollem Umfang einfließen müssen, nicht nur im Terminal Value.
- f. Die Ermittlung der Synergien lasse fehlerhaft mehrere Gesichtspunkte außer Betracht. Zunächst bleibe unklar, worauf die angenommenen Synergien von € 700 Mio. beruhen würden. Die Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zeige, dass eine Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien nicht in Betracht komme. Fehlerhaft unberücksichtigt bleibe die Zusammenarbeit der Antragsgegnerin mit Navistar International Corp. (im Folgenden auch: Navistar Corp.), weil die Antragsgegnerin durch die Akquisition ihre Größe und Reichweite in Schlüsselmärkten erhöhe und weitere Synergien erzielen würde. Der Anstieg der Abschreibungen von € 336 Mio. auf € 821 Mio. im Jahr 2025 könne nicht stimmen, weil bei einem Konzernunternehmen nicht anzunehmen sei, dass so hohe Investitionen getätigt wurden.
- g. Anpassungsbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe auch bei den Ansätzen zum Übergangsjahr und zur Ewigen Rente.
 - (1) Anstelle des technischen Planjahres müsse eine Grobplanungsphase zwischengeschaltet werden, wenn die Zielrendite von 8 % am Ende der Detailplanungsphase noch nicht erreicht sei. Angesichts der Renditeerwartun-

gen des Vorstandes könne es nicht plausibel sein, wenn das EBIT im Jahr 2026 mit Blick auf die positiven Auswirkungen der Erwartungen des Managements hinsichtlich der von ihm kommunizierten Maßnahmen wie der Neuaufstellung des Entwicklungs- und Produktionsnetzwerks und dem Abbau von 3.500 Stellen in Deutschland sowie der Folgen der Synergien um € 174 Mio. oder 14 % reduziert werde.

- (2) Nicht nachvollziehbar sei der Grund für die Bejahung eines eingeschwungenen Zustands am Ende des Jahres 2026. In der Ewigen Rente hätte nicht auf das viel schlechtere Übergangsjahr 2026, sondern auf das letzte Planjahr aufgebaut werden müssen. Demgemäß fehle auch den Annahmen zum Umsatz die Plausibilität, wenn nicht einmal das Volumen der Erlöse der Jahre 2023 ff. erreicht werde. In der Ewigen Rente müsse gleichfalls die vom Vorstand bestätigte Zielmarge von 8 % anstatt von nur 6,9 % wie geschehen angesetzt werden. Die Annahme eines nur geringfügigen Anstiegs des EBIT ab 2026 ff. von € 1.103 Mio. auf € 1.108 Mio. sei angesichts der Tätigkeit in einem Zukunftsmarkt mit insgesamt nur fünf Wettbewerbern viel zu gering. Der Ansatz eines EBIT unter dem der Jahre 2024 und 2025 könne nicht plausibel sein, weil eine zeitlich begrenzte schlechtere Konjunktur gegen die Bejahung eines eingeschwungenen Zustandes spreche.
 - h. Bei der Thesaurierung müsse klargestellt werden, inwieweit das Ausschüttungsverhalten der MAN SE in Phase I zugrunde gelegt worden sei. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % im Übergangsjahr wie auch in der Ewigen Rente sei angesichts zu beobachtender niedrigerer Quoten bei börsennotierten Gesellschaften zu hoch. In der Detailplanungsphase müsse ein Wertbeitrag aus Thesaurierung angesetzt werden.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre verändert werden, wobei sich auch der Ansatz persönlicher Ertragssteuern verbiete.

- a. Der Anpassungsbedarf gelte zunächst für den zu hoch angesetzten Basiszinssatz, nachdem zum Stichtag der Hauptversammlung nur der aktuell gültige Zinssatz realisiert werden könne. Die Existenz von Credit Default Swaps erfordere gleichfalls eine Reduktion. Zudem müsse er laufzeitspezifisch ermittelt werden.
- b. Ebenfalls zu hoch angesetzt sei auch der bereits vom Ansatz her fragwürdige Risikozuschlag. Fehlerhaft erfolgt sei jedenfalls die Ermittlung über das erhebliche Ermessensspielräume eröffnende (Tax-) CAPM unter Heranziehung des arithmetischen anstatt des geometrischen Mittels. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,75 % vor Steuern müsse angesichts des deutlich überhöhen Ansatzes reduziert werden.

Der Beta-Faktor müsse angesichts einer hohen Liquidität mit Handel an 247 Börsentagen insbesondere ab dem Ende der Andienungsfrist und der schon am 27.2.2020 erfolgten Ankündigung des Squeeze out aus dem unternehmenseigenen Beta-Faktor abgeleitet werden, wofür auch die statistische Signifikanz bei einem fünfjährigen Betrachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen spreche. Auch zeige der Vergleich des originären Beta-Faktors zwischen 0,3 und 0,42 im unbeeinflussten Zeitraum vor der Ankündigung des Squeeze out, dass ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,97 nicht maßgeblich sein könne; zumindest aber müsse der originäre Beta-Faktor zu 50 % berücksichtigt werden. In jedem Fall aber sei auch der über eine Peer Group ermittelte unverschuldete Beta-Faktor überhöht. Der Ansatz der Regression gegen den in US-Dollar gerechneten MSCI World Index erfolge durch das erhöhte Einrechnen des jeweiligen Währungsbetas fehlerhaft. Angesichts der Hauptabsatzmärkte der Gesellschaft in Europa hätte die Regression gegen einen europäischen Index oder den jeweiligen nationalen Index anstatt gegen den MSCI Word Index erfolgen sollen. Auch hätten Beta-Faktoren von Unternehmen mit einer ähnlichen Eigentümerstruktur – also in Konzernbesitz stehende Unternehmen – herangezogen werden müssen. Angesichts ihrer auch vom Vorstand der MAN SE attestierten sehr guten Vergleichbarkeit hätte die seit Juni 2019 börsennotierte Antragsgegnerin in die Peer Group einbezogen werden müssen. Auch wäre jeweils der Einsatz täglicher Renditeintervalle geboten gewesen, weil anderenfalls der sich abzeichnen-

de Trend zur Elektromobilität nicht erfasst werde und ein Intervalling-Effekt angesichts der hohen Liquidität ausgeschlossen werden könne. Andererseits komme es durch den Ansatz des fünfjährigen Beta-Faktors zu einer Verzerrung, weil dadurch ältere Zeiträume überproportional gewichtet würden. Die Veräußerung volatiler Geschäftsbereiche seit dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages wie MAN Financial International GmbH, MAN Energy Solution SE, also der vormaligen MAN Diesel & Turbo SE, sowie der Renk AG belege, dass eine Erhöhung des Risikos im Vergleich zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit einem Beta-Faktor von damals 0,9 auf nunmehr 0,97 nicht sachgerecht sein könne. Die Einbeziehung der Daimler AG sei wegen deren Fokus auf der Pkw-Herstellung und des Angebots von Finanzdienstleistungen fehlerhaft. Ebenso verbiete sich die Einbeziehung von Volvo AB und Isuzu Motors Ltd. angesichts der Vereinbarung zur Aufteilung des Marktes im Zuge einer engeren Zusammenarbeit dieser beiden Unternehmen und des zu einer Abkoppelung vom Marktgeschehen führenden Verkaufs eines Teilbereichs von Volvo AB an Isuzu Motors Ltd.. Zudem weiche das Geschäftsmodell von Volvo AB aufgrund der Herstellung auch von Schiffsmotoren und Baumaschinen zu stark von dem der MAN SE ab. Der Brexit müsse zum Ausschluss des britischen Unternehmens CNH Industrial N.V. führen. Unklar bleibe, warum nicht alle chinesischen Lkw-Hersteller in die Peer Group aufgenommen worden seien. Nicht erfolgen dürfe weiterhin die Einbeziehung von Tata Motors Ltd. angesichts des höheren Risikos von Zahlungsausfällen und Finanzierungsproblemen in den Absatzmärkten dieses Herstellers in Indien und Ländern der sogenannten „Dritten Welt“. Dongfeng Motor Group Co. Ltd. mit dem Schwerpunkt der Tätigkeit in Asien fehle ebenso wie den auf Japan konzentrierten Gesellschaften Isuzu Motors Ltd. und Hino Motors Ltd. die Vergleichbarkeit. Navistar Corp. müsse demgegenüber als US-amerikanischer Nutzfahrzeughersteller in die Peer Group aufgenommen werden. Aufgrund der pandemiebedingten extremen Schwankungen komme es auch zu den extremen Schwankungen des Beta-Faktors im Zeitraum von März bis Juni 2020.

Unklar bleibe die Ermittlung des Verschuldungsgrads beim Relevern; auch sei er angesichts der Mitberücksichtigung von Schulden des übergeordneten Konzerns

zu hoch. Weiterhin müsse beim Relevieren in Bezug auf die Leasing-Rückkaufverpflichtungen der Verschuldungsgrad um die Position der korrespondierenden aktiven Vermögenswerte reduziert werden. Trotz einer Thesaurierung von 50 % und eines Liquiditätsüberschusses von € 1,9 Mrd. komme es erst ab 2023 zu einem nur leicht fallenden Verschuldungsgrad nach einem Anstieg bis 2022.

- c. Der Wachstumsabschlag von 0,5 % müsse erhöht werden. Die aktuellen Inflationstreiber wie steigende Nachfrage und steigende Kosten sowie eine Lohn-Preis-Spirale, Dekarbonisierung, Globalisierung und Demografie würden die leichtere Überwältzbarkeit von Preiserhöhungen auf die Kunden zulassen. Das erwartete Branchenwachstum in den für die Gesellschaft maßgeblichen Regionen von 5,2 % bis 10,9 % p.a. belege den zu niedrig angesetzten Wachstumsabschlag, nachdem auch Wettbewerber angesichts der Inflationstreiber entsprechende Preissteigerungen vornähmen. Die Inflationserwartung in Lateinamerika als zweitwichtigstem Absatzmarkt mit deutlich über 5 % erfordere gleichfalls eine Erhöhung des Wachstumsabschlags. Auch komme es durch diesen geringen Ansatz zu einer Überbewertung der Risiken aus der Erweiterung der Antriebsarten im Hinblick auf die Elektromobilität, wobei der Vorstand diese Herausforderungen entsprechend seinen Aussagen in der Hauptversammlung durchaus als Chance betrachte. Der Wachstumsabschlag vernachlässige die sich aus dem Trend zur Elektromobilität wie zum autonomen Fahren und zur Digitalisierung ergebenden Wachstumschancen mit ihrer Manifestation in Kompetenzzentren für Lkws mit Elektroantrieb und neuen Antriebstechnologien und dem für das Jahr 2025 angestrebten Anteil von 50 % der verkauften Busse und für das Jahr 2030 erweiterten Anteil von 60 % der verkauften Lkws mit alternativen Antriebsraten. Ein Absinken des Wachstumsabschlags im Vergleich zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag lasse sich angesichts der perspektivischen Wachstumsaussichten der MAN SE mit der technologischen Ausrichtung auf das Lkw-Geschäft und der Integration in die Lkw-Plattform der Antragsgegnerin nicht rechtfertigen. Aus der prognostizierten Wachstumsrate von IHS Markit mit einem erwarteten Wachstum von 30 % p.a. in allen Regionen außer China ergebe sich die Notwendigkeit eines höheren Wachstumsabschlags. Ebenso belege das hohe Investitionsvolumen für die Jahre 2021 bis 2026 von €

5,8 Mrd. bei geplanten Abschreibungen von € 5,1 Mrd., mithin von Netto-Investitionen von ca. € 700 Mio. die Einschätzung des Wachstumsabschlags als zu niedrig. Angesichts der hohen Markteintrittsbarrieren mit hohen Investitionen in Produktionskapazitäten und Forschung & Entwicklung müsse langfristig von höheren Wachstumsraten ausgegangen werden. Steigende Rohstoffpreise und den dadurch bedingten Margendruck könne man nicht als Rechtfertigung heranziehen, weil dies auch andere Branchen treffe, die die steigenden Rohstoffpreise zumindest zu großen Teilen an ihre Endkunden weitergäben. Durch die fortschreitende Konzentration am Weltmarkt für Busse und Lkws und die damit verbundene Verbesserung der Marktposition der Gesellschaft seit dem Zustandekommen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im Jahr 2013 müsse wenigstens derselbe Wachstumsabschlag wie damals angesetzt werden. Der Ansatz eines höheren Wachstumsabschlages rechtfertige sich zudem aus der höheren Inflationserwartung zum Stichtag und einer Thesaurierungsquote von 50 % in Phase I aus laufend steigenden Investitionen mit der Folge eines höheren Wachstums in Terminal Value.

3. Bei den Sonderwerten und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen bleibe unklar, ob es bei der Gesellschaft steuerliche Einlagekonten gegeben habe und wie sich die Verlustvorträge in den einzelnen Planjahren entwickelt hätten. Es werde auch fehlerhaft eine Vollausschüttung in Richtung auf die steuerlichen Verlustvorträge angenommen. Ebenso hätte nicht betriebsnotwendige Liquidität angesichts des Vorhandenseins freier liquider Mittel von € 1,173 Mrd. zum 31.12.2019 und von € 641 Mio. zum 31.12.2020 angesetzt werden müssen. Aufklärungsbedarf bestehe, inwieweit es zum Stichtag nicht betriebsnotwendige Immobilien oder Kunstgegenstände gegeben habe, wobei namentlich die beiden als Finanz-investition gehaltenen Immobilien als nicht betriebsnotwendig einzustufen seien. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen fehle der Ansatz dreier weiterer MAN-Grundstücksgesellschaften. Fehlerhaft sei der Ansatz eines Buchwerts von € 1,3 Mio. bei der MAN-Grundstücksgesellschaft mbH & Co. Gamma KG, weil dem ein Eigenkapital von € 3 Mio. gegenüberstehe. Unklar stelle sich die Ermittlung des Zeitwerts der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen und die Art der Ausübung des Wahlrechts für die Erstkonsolidierung im Sinne von IFRS 3.10 –

3.31 mit seinem Einfluss auf den Unternehmenswert dar. Ebenso sei nicht deutlich geworden, ob mit weiteren Kaufpreisanpassungen wie bei der Ferrostaal GmbH gerechnet werden müsse und ob in vermieteten Vermögenswerten mit bis zum 31.12.2020 kumulierte Abschreibungen in einem Umfang von € 1,819 Mrd. stille Reserven enthalten seien. Der Abzug persönlicher Ertragsteuern beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen führe zu einer unzulässigen Doppelerfassung, zumal bei Verlusten keine Steuerpflicht entstehe.

4. a. Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere auch aus der fehlenden Berücksichtigung der tatsächlichen Entwicklung des Börsenkurses bis zum Tag der Hauptversammlung mit einer Notiz von bis zu € 71,90 am 31.5.2021 und dem letzten Kurs von € 74,20 bei einem 52-Wochen-Hoch von € 74,50 je Aktie.
- b. Auch müsse das Angebot der Antragsgegnerin im Zusammenhang mit der Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages durch die Antragsgegnerin zum 1.1.2019 in Höhe von € 90,29 je Aktie berücksichtigt werden. Dies gelte auch für das Barabfindungsangebot aus dem Unternehmensvertrag.
- c. Erforderlich sei auch eine Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen, die demgemäß auch offenzulegen seien.
- d. Eine Gleichsetzung von Stamm- und Vorzugsaktien bei der Ermittlung der Barabfindung dürfe nicht vorgenommen werden.
- e. Angesichts einer Tätigkeit von _____ in den letzten fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag für die Volkswagenversicherung AG als Abschlussprüfer sowie für die Antragsgegnerin bzw. die Gesellschaft und/oder mit diesen verbundenen Unternehmen fehle es an der Unvoreingenommenheit der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer.

III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen darauf, angesichts des sachgerecht ermittelten Unternehmenswertes bedürfe die von der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung keiner Korrektur, nachdem der aussagekräftige Börsenkurs nach der Hochrechnung die Angemessenheit der mittels der Ertragswertmethode ermittelten Barabfindung bestätige.

1. Bei den Planannahmen bedürfe es angesichts ihrer Plausibilität keinerlei Korrekturen.
 - a. Die Ermittlung des Werts auf der Grundlage der Ertragswertmethode unter Heranziehung des IDW S1 werde dem Bewertungsziel gerecht. Der Planungsprozess sei ordnungsgemäß durchgeführt worden, wobei die Zugehörigkeit eines Vorstandsmitglieds der Antragsgegnerin auch zum Vorstand der MAN SE die Eigenständigkeit der Planung als originäre Aufgabe des Vorstands der Gesellschaft nicht infrage stelle, zumal der Planungsprozess im üblichen Zeitablauf durchgeführt worden und zur Berücksichtigung aktueller Entwicklungen der damals aktuelle Forecast 3+9 mit drei Ist-Monaten maßgeblich gewesen sei. Die Länge des Detailplanungszeitraums von 2011 bis 2025 müsse als angemessen bezeichnet werden. Sachgerecht sei auch die durch den Vorstand im April 2021 verabschiedete und vom Aufsichtsrat gebilligte Plananpassung als Folge von am 26.1.2021 verkündeten mitbestimmungspflichtigen Restrukturierungsmaßnahmen mit sich daraus ergebenden kurzfristigen Belastungen und nachhaltig deutlichen Verbesserungen des Ergebnisses. Die Vergangenheitsanalyse sei sachgerecht erfolgt. Die Ist-Ergebnisse des ersten Halbjahres 2021 hätten zum Stichtag der Hauptversammlung noch nicht vorgelegen; eingeflossen sei jedoch der Forecast 5+7, aus dem sich kein Anhalt für eine zu pessimistische Planung ergeben habe.
 - b. Bei der Umsatzplanung bestehe aufgrund ihrer plausiblen Annahmen kein Anpassungsbedarf.

- (1) Angesichts der Notwendigkeit der Berücksichtigung des aktuellsten Erkenntnisstandes habe die Planung für das erste Planjahr 2021 wie auch für die gesamte Detailplanungsphase nicht auf das historische Umsatzniveau vor der Covid-19-Pandemie abstellen dürfen. Das geplante Umsatzniveau müsse angesichts signifikanter Umsatzsteigerungen sowohl auf der Ebene der MAN-Gruppe als auch auf den Ebenen der operativen Bereiche

und MAN Latin America mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 9,5 %, 7,7 % und 20,9 % als ambitioniert bezeichnet werden. Damit aber sehe die Planung ein deutlich höheres Wachstum vor im Vergleich zu externen Marktstudien wie von IHS Markit. Die Planung für das Jahr 2025 bilde das Wachstumspotential der Gesellschaft ab, das nicht losgelöst von den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der prognostizierten Entwicklung der relevanten Absatzmärkte betrachtet werden dürfe. Die Gesellschaft erziele bei Verwendung des Jahres 2020 als Basisjahr mit einem Umsatzanstieg von etwa 52 % bis zum Jahr 2024 eine im Vergleich zu ihren Wettbewerbern mit einer Prognose von maximal 41 % überdurchschnittliche Wachstumsrate. Die pandemiebedingten Einbußen beim Umsatz seien bereits im Jahr 2021 ausgeglichen, was auch ein Vergleich mit den von Analysten prognostizierten Zahlen der Wettbewerber belege.

- (2) Auch berücksichtige die Planung die sich auf neue Trends der Branche und die Nachhaltigkeit konzentrierende „New MAN-Strategie“ mit Schwerpunkten in den Bereichen Digitalisierung, emissionsfreie Mobilität und autonomes Fahren. In die Planung eingeflossen seien auch die Auswirkungen der zu erwartenden Umstellung auf die Elektromobilität bei kurz- und mittelfristigen Umsätzen mit einzelnen auf E-Antrieb basierenden Fahrzeugtypen und mittel- bis langfristig die Nutzung der Potentiale eines zunehmend auf alternative Antriebstechnologien setzenden Marktes durch die sukzessive Erweiterung der Produktpalette. Dabei müsse man aber auch Substitutionseffekte berücksichtigen.

c. Beim geplanten operativen Ergebnis bestehe kein Anpassungsbedarf.

- (1) Der für das Jahr 2021 geplante Anstieg der fixen Aufwendungen sowie der geplante Rückgang des EBIT wie auch des EBITDA seien maßgeblich auf die im Eckpunktepapier vom 26.1.2021 verkündeten Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen. Ab dem Jahr 2022 solle es nach der Umsetzung zu positiven Effekten kommen. Aus der Veräußerung des Produktionsstandortes in Steyr ergebe sich aus der Nachschau kein höherer Unternehmenswert.
 - (2) Der auf der Notwendigkeit einer parallelen Entwicklung von Verbrennungsmotoren und alternativen Antrieben oder der Notwendigkeit des externen Zukaufs von Batterien entstehende Mehraufwand werde durch einen als Folge der fortschreitenden Elektrifizierung verringerten Personalaufwand nicht kompensiert.
 - (3) Die Planung berücksichtige die Abschreibungen angemessen. Im Verhältnis zum Umsatz ergebe sich auf Basis der von € 502 Mio. im Jahr 2019 auf € 609 Mio. im Jahr 2020 angestiegenen Abschreibungen und einer Abschreibungsquote von 4,7 % bei Abschreibungen von 821 Mio. im Jahr 2025 keine unplausible Planung.
- d. Sachgerecht erfolgt sei die Planung des Beteiligungsergebnisses, weil sie den Wert der Beteiligungen der MAN SE angemessen widerspiegele und durch Analystenprognosen bestätigt seien.
- (1) Der Wert der Beteiligung an Scania AB sei zutreffend auf Basis der erwarteten Ausschüttungen abgebildet worden. Nach dem Wegfall von Sondereffekten des Jahres 2021 durch eine Sonderausschüttung von Scania AB komme es zu einem stetigen Anstieg des Beteiligungsergebnisses. Im Terminal Value sei angesichts einer fehlenden konkreten Mittelverwendung eine Vollausschüttung angesetzt worden.
 - (2) Auch bei Sinotruk Ltd. beruhe der Ansatz der Wertbeiträge auf den künftig erwarteten Ausschüttungen, weshalb es nicht zu einer Vorenthaltung von Ergebnissen komme. Auf die Börsenkapitalisierung könne mangels Veräußerungsabsicht nicht abgestellt werden.

- e. Berücksichtigungsfähige Synergien seien zutreffend in die Planung eingeflossen. Dies gelte zunächst für Synergien aus der geplanten Übernahme von Navistar Corp., die ausschließlich bei der Muttergesellschaft einträten, nicht aber bei der MAN SE. Auch in Bezug auf Scania AB seien Synergien aufgrund der fehlenden Beteiligung dieses Unternehmens an Navistar Corp. nicht zu erwarten gewesen. Dagegen seien sich aus der Koordination der Zusammenarbeit zwischen
MAN Latin America und Scania AB ergebende Synergien fester Bestandteil der Planung und in der Planungsrechnung PR 69 als Grundlage der Bewertung vollständig abgebildet.
- f. Kein Korrekturbedarf bestehe bei den Ansätzen zum technischen Übergangsjahr und zur Ewigen Rente.
- (1) Angesichts der Prägung des Lkw- und Nutzfahrzeugmarkts durch einen zyklischen Verlauf sei die Bildung eines technischen Übergangsjahres sachgerecht; dieses gebe gerade nicht die prognostizierte Entwicklung für das Kalenderjahr 2026 wieder, sondern repräsentiere das erwartete durchschnittliche Umsatz- und Ergebnisniveau für den über den Detailplanungszeitraum hinausgehenden Zeitraum.
- (2) Die Ableitung der Ewigen Rente müsse angesichts der nachhaltig zutreffend angesetzten Umsatzerlöse nicht angepasst werden. Deren Ansatz berücksichtige die langfristig aus technischen Neuerungen wie dem autonomen Fahren und der Umstellung auf Elektroantrieb resultierenden Chancen in angemessener Weise. Der in den Segmenten und
MAN Latin America angenommene verhältnismäßig hohe und auf einem auf der Weiterentwicklung des bestehenden Produktportfolios und der Einführung neuer Serien beruhende Wettbewerbsvorsprung werde sich mittel- bis langfristig abschwächen, weil mit einem Nachziehen von Wettbewerbern mit ebenfalls weiterentwickelten oder neuen Produkten gerechnet werden müsse. Die Mobilitätswende bringe zudem nicht nur Chancen, sondern auch Herausforderungen. Die konstante Wachstumsrate von 0,5 % trage der langfristig zu erwartenden Entwicklung unter Berücksichtigung der Marktposition und des Entwicklungspotentials Rechnung. Das Jahr 2025

zähle zur Hochphase des aktuellen Zyklus, weshalb das hohe Niveau des EBIT für das technische Übergangsjahr und auch die Ewige Rente nicht aufrechterhalten werden könne.

- (3) Die nachhaltige Umsatzrendite von 6,9 % stelle sich ungeachtet der in zwei Ad hoc-Mitteilungen vom 26.1. und 11.9.2011 als strategisches Ziel angesetzten Umsatzrendite von 8 % als angemessen dar. Dazu hätten aber alle zur Erreichung notwendigen Maßnahmen zum Stichtag bereits geplant oder umgesetzt gewesen sein müssen, was indes nicht der Fall gewesen sei. Vielmehr handele es sich um ein strategisches Langfristziel ohne die erforderliche Konkretisierung. Die erwartete höhere Profitabilität von Scania AB werde über das Beteiligungsergebnis berücksichtigt.
 - g. Kein Korrekturbedarf bestehe bei den Annahmen zur Ausschüttung und zur Thesaurierung sowie der Besteuerung. In der Detailplanungsphase müsse die Annahme des Vorstandes über eine Ausschüttungsquote von 50 %, mindestens jedoch von € 0,11 je Stamm- und je Vorzugsaktie zugrunde gelegt werden. Einem Vergangenheitsvergleich fehle angesichts des damals bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Aussagekraft. Im technischen Planjahr und im Terminal Value gebe es angesichts der vorgenommenen Plausibilisierung durch die Abfindungsprüfer gegen die angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken, nachdem sie auch zu dem beobachtbaren Ausschüttungsverhalten vergleichbarer Unternehmen und zu Studien über marktübliche Ausschüttungsquoten passe. Sachgerecht erfolge sei die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern der Anteilseigner, wobei auch Kursgewinne bei der Besteuerung zu berücksichtigen sei.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse nicht zugunsten der Antragsteller angepasst werden.
- a. Der Ansatz des Basiszinssatzes in Höhe von 0,3 % vor Steuern beruhe auf einer zutreffenden Ableitung auf der Grundlage der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen nach der Svensson-Methode. Eine

Kürzung angesichts der Existenz von Credit Default Swaps müsse nicht erfolgen.

- b. Der notwendigerweise anzusetzende Risikozuschlag sei unter Heranziehung des (Tax-)CAPM sachgerecht ermittelt worden. Die Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern entspreche dem Mittelwert der Bandbreite der FAUB-Empfehlung und werde von der empirischen Kapitalmarktforschung bestätigt. Die implizite Ableitung der Marktrisikoprämie stelle sich als sachgerecht dar. Auch könne das arithmetische Mittel als im Vergleich zum geometrischen Mittel besserer Schätzer herangezogen werden. Ungeachtet des Sitzes von Peer Group-Unternehmen müsse man nicht eine auf internationaler Basis abgeleitete Peer Group heranziehen.

Keine Bedenken bestünden gegen die Ableitung des Beta-Faktors auf der Basis einer Peer Group, nachdem dem unternehmenseigenen Beta-Faktor der MAN SE die Aussagekraft fehle; dieser sei aufgrund des bis Ende 2018 bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit einer Garantiedividende sowie einem bis zwei Monate nach dem Ende dieses Vertrages bestehenden Andienungsrechts durch die Geschäftschancen und -risiken der MAN SE als bestimmende Faktoren geprägt gewesen. Mit dem Ende der Andienungsmöglichkeit habe eine Spekulation auf den Squeeze out eingesetzt; angesichts der Ankündigung am 28.2.2020 spiegele der unternehmenseigene Beta-Faktor somit die Spekulation auf die Abfindungshöhe wider. Demgemäß bedürfe des Rückgriffs auf eine Peer Group, deren Unternehmen sachgerecht ausgewählt worden seien, wobei die Eigentümerstruktur nicht maßgeblich sein könne. Das operative Risiko von Volvo AB werde angesichts eines Umsatzanteils von 67 % vom Nutzfahrzeuggeschäft geprägt, was auch für Hino Motor Ltd. mit einem Anteil von 70 % des Umsatzes gelte. Bei Japan handele es sich um einen entwickelten Wirtschaftsraum, der mit dem EU-27+3 Wirtschaftsraum vergleichbar sei, auf dem die MAN SE etwas über 70 % ihres Umsatzes generiere. Die Aufnahme von Sinotruk Ltd. beruhe auf dem Umstand, dass die MAN SE nicht ausschließlich, wenn auch überwiegend in entwickelten Märkten agiere. Bei Isuzu Motors Ltd. handele es sich um einen etablierten Anbieter von Nutzfahrzeugen mit einem Umsatzanteil von 70 %. Demgegenüber fehle Scania AB aufgrund der

nicht gegebenen Börsennotiz die Eignung; Navistar Corp. könne wegen der maßgeblichen Beeinflussung des Börsenkurses durch die Übernahmegegerüchte nicht in die Peer Group aufgenommen werden.

Zutreffend berücksichtigt worden sei der Verschuldungsgrad durch die Bereinigung des Risikos um das Kapitalstrukturrisiko und die anschließende Anpassung des verschuldeten Beta-Faktors an das periodenspezifische Kapitalstrukturrisiko der Gesellschaft. Der Beta-Faktor aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages könne schon wegen des Zeitablaufs von etwa acht Jahren seit der Bewertung nicht maßgeblich sein.

- c. Eine Erhöhung des Wachstumsabschlages komme nicht in Betracht. Eine vereinfachte Ableitung aus der allgemeinen Inflationsrate verbiete sich angesichts der Notwendigkeit einer unternehmensindividuellen Schätzung. Durch den inflationsbedingten Anstieg der Ergebnisse um jährlich 0,5 % komme es zu einem jährlichen Mehrgewinn von 0,5 %. Eine nochmalige Erfassung der Effekte im Zusammenhang mit dem thesaurierungsbedingten Wachstum bedeute eine unzulässige Doppelerfassung. Der Wachstumsabschlag in dieser Höhe trage auch die sich aus den Trends wie Innovationen, Verkehrswende, Digitalisierung, autonomes Fahren sowie der Entwicklung alternativer Antriebe ergebenden Chancen hinreichend Rechnung, wobei sich daraus nicht nur Chancen, sondern auch Risiken ergäben. Die einsetzenden Megatrends hin zum autonomen Fahren und zu alternativen Antrieben würden den Eintritt neuer Wettbewerber begünstigen, was sich am Busmarkt durch den Eintritt des chinesischen Wettbewerbers BYD zeige. Der Wachstumsabschlag erfasse nicht die Folgen der Steigerung des Umsatzes und der Profitabilität in der Detailplanungsphase, die in der Ableitung des langfristig erwarteten durchschnittlichen Ergebnisses erfasst seien. Auch im Vergleich zur angesetzten Marktrisikoprämie sei der Wachstumsabschlag von 0,5 % angemessen.
3. Die Unternehmensbewertung erfasse die Sonderwerte angemessen, wobei eine Berücksichtigung der Beteiligung an Scania AB und Sinotruk Ltd. angesichts deren Erfassung im Beteiligungsergebnis als Sonderwert ausscheide. Die über den Buchwert

angesetzten sonstigen Beteiligungen mit einem Gesamtumfang von € 13,4 Mio. seien nicht zu beanstanden. Dies gelte auch für die MAN Grundstücksgesellschaft mbH & Co. Gamma KG; angesichts einer Jahresüberschussrendite von lediglich 1,8 % könne der Buchwert des Eigenkapitals keine geeignete Schätzgrundlage darstellen. Steuerliche Verlustvorträge seien bereits mit dem Barwert der Steuerersparnisse als Sonderwert ausgewiesen, wobei diese auf der Ebene der einzelnen Gesellschaft auf den Bewertungsstichtag zutreffend diskontiert worden seien. Die Berücksichtigung der persönlichen Steuerlast entspreche in der Bewertungs- und Spruchpraxis anerkannten Grundsätzen und führe namentlich nicht zu einer unzulässigen Doppelbelastung der Minderheitsaktionäre.

Demgegenüber könne das steuerliche Einlagekonto mangels Erfüllung der Voraussetzungen für eine steuerfreie Ausschüttung keinen Sonderwert darstellen. Die nochmalige Berücksichtigung der Veräußerung des Werks in Steyr führe zu einer unzulässigen Doppelerfassung. Die Marke „MAN“ sowie weiterer Tochtergesellschaften diene der Erzielung von Überschüssen und könne daher nicht als Sonderwert erfasst werden. Die im Eigentum der MAN SE und ihrer Tochtergesellschaften stehenden Grundstücke seien mit ihren Erträgen und den damit verbundenen Aufwendungen im Rahmen der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge vollständig erfasst, was in gleicher Weise für die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien und für vermietete Fahrzeuge, insbesondere Nutzfahrzeuge mit Rückgabeverpflichtungen bzw. -option sowie Operating-Leasingverträge in Bezug auf Nutzfahrzeuge gelte. Bei der Gesellschaft gäbe es keine ausschüttungsfähige nicht betriebsnotwendige Liquidität.

4. Eine Erhöhung der Barabfindung müsse aber auch schon angesichts der Aussagekraft des Börsenkurses der Gesellschaft ausscheiden, weil er dann als marktorientierte Methode zur Schätzung des Werts der Beteiligung der Minderheitsaktionäre an der Gesellschaft geeignet sei. Es gebe keine Anhaltspunkte dafür, der Börsenkurs der Gesellschaft könne nicht Ausdruck einer effizienten Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt sein. Aus dem täglichen Handelsvolumen und den täglichen Handelsumsätzen sowie niedrigen Bid-Ask-Spreads ergäbe sich eine hohe Liquidität der Aktie.

IV.

1. Das Landgericht München I hat mit Beschluss vom 11.7.2022

zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Die gemeinsame Vertreterin rügt namentlich die zu hoch erscheinenden Abschreibungen, weil nicht zu erwarten sei, die Gesellschaft werde als Konzernunternehmen weiterhin so hohe Investitionen tätigen wie als selbstständiges Unternehmen. Auch müsse man nicht nur von einer Normalisierung nach der COVID-19-Pandemie ausgehen, sondern es käme zusätzlich noch ein Nachholeffekt hinzu. Der Rückgang der Beteiligungsergebnisse lasse sich so nicht nachvollziehen. Angesichts der vom Vorstand in Hauptversammlungen betonten Chancen aus der Erweiterung der Antriebsarten im Hinblick auf die Elektromobilität lasse sich die Wachstumsrate im Terminal Value nicht rechtfertigen, zumal auch die Gesellschaft noch im September 2020 ebenso wie der Prospekt zum IPO der Antragsgegnerin eine Umsatzrendite von 8 % in gleicher Weise wie der Vorstand angekündigt habe. Beim Kapitalisierungszinssatz müsse sowohl der Risikozuschlag als auch der Wachstumsanschlag neu justiert werden. Der angesetzte Beta-Faktor widerspreche allen vernünftigen Annahmen, zumal der Börsenkurs im Gegensatz zum originären Beta-Faktor als valide bezeichnet werde. Nicht nachvollziehbar sei die fehlende Aufnahme der Antragsgegnerin in die Peer Group. Beim Wachstumsabschlag müsse auf die Bewertung im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages verwiesen werden. Nicht nachvollzogen werde könne die Bewertung der Beteiligungen über den Buchwert. Bei Scania AB müsse die im Geschäftsbericht der Gesellschaft enthaltene Bewertung von Scania AB übernommen und bei Sinotruk Ltd. der liquide Börsenwert angesetzt werden. Der Kaufpreis für

müsse als Sonderwert berücksichtigt und die Schließungskosten aus der Planung eliminiert werden.

2. Das Gericht hat nach krankheitsbedingter Aufhebung des auf den 8.3./9.3.2023 angesetzten Termin zur mündlichen Verhandlung mit Beschluss vom 8.3.2023 (Bl. 335/341 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, sich in einer schriftlichen Stellungnahme zu den

Rügen der Antragsteller zu äußern. Mit einem weiteren Beschluss vom 22.8.2024 (Bl. 500 d.A.) hat das Gericht die Abfindungsprüfer um Alternativberechnungen und um Erläuterung des Vorgehens beim Relevieren gebeten. Im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 10.10. und vom 11.10.2024 hat das Gericht die Abfindungsprüfer

mündlich angehört und sie mit Beschluss vom 16.10.2024 gebeten, zu zwei im Verlauf der Anhörung offen gebliebenen Aspekten der Bewertung ergänzend schriftlich Stellung zu nehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der schriftlichen und mündlichen Stellungnahmen wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die allen Verfahrensbeteiligten zugestellte schriftliche Stellungnahme vom 17.5.2023 (Bl. 346/390 d.A.), die ebenfalls allen Beteiligten zugestellten ergänzenden Stellungnahmen vom 2.9.2024 (Bl. 503/509 d.A.) und vom 16.10.2024 (Bl. 610/615 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.10. und 11.10.2024 (Bl. 582/601 d.A.).

V.

Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.10. und 11.10.2024 (Bl. 582/601 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind zulässig und begründet.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsbefugnis aller Antragsteller im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG a.F. muss bejaht werden, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der MAN SE im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG a.F. sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärsstellung kann dabei angesichts der Besonderheiten eines auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten Squeeze out-Beschlusses nicht die Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister der MAN SE sein; vielmehr ist bei dem hier gegebenen verschmelzungsrechtlichen Squeeze out die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgeblich, die am 31.8.2021 erfolgte. Erst durch diese Eintragung verlieren die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre, was sich aus der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG ergibt. Der Squeeze out wird nach diesen zwingenden rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft, mithin der Antragsgegnerin wirksam. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Vortrag der Antragsteller zu 1) bis 78) und 80) bis 121) entweder von vornherein nicht bestritten oder im weiteren Verlauf des Verfahrens unstreitig gestellt. Dem entsprechend gilt der Sachvortrag dieser Antragsteller zum maßgeblichen Zeitpunkt ihrer Aktionärsseigenschaft gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden. Die Antragstellerin zu 79) hat durch Vorlage einer Bescheinigung der comdirect, aus der sich die Aktionärsstellung von Dezember 2018 bis zur Ausbuchung am 3.9.2021 nachgewiesen, dass sie im maßgeblichen Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister Aktionärin der MAN SE war. An der Richtigkeit der

Bescheinigung bestehen keine Zweifel.

2. Die Anträge wurden ausweislich der Gerichtsakte jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG a.F. beim Landgericht München I und damit fristgerecht eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 1.9.2021, weshalb die Frist dann am 1.12.2021 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsakten alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG a.F. ordnungsgemäß begründete Anträge gestellt, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG a.F. verlangt wird.
 - a. Dies gilt zunächst auch für die Antragsteller, soweit sie vorgetragen haben, im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out Aktionäre der MAN SE gewesen zu sein, mithin am 6.4.2019, auch wenn dieser Tag aus den oben dargelegten Gründen nicht maßgeblich sein kann. Die entsprechenden Erklärungen sind der Auslegung dergestalt zugänglich, dass sich der Vortrag auf das Wirksamwerden des Verschmelzungsvertrages durch Eintragung im Handelsregister der Antragsgegnerin als übernehmenden Rechtsträger bezieht.

Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragsschriftsätze, die zumindest zum Teil von nicht anwaltlich vertretenen ehemaligen Aktionären stammen, berücksichtigt werden. Das maßgebliche Ver-

fahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG a.F. auf die Antragsberechtigung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG a.F. über die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärseigenschaft verloren zu haben. Zwar musste der Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzessystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärseigenschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiell-rechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber namentlich von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NZM 2010, 93 = NJW-RR 2010, 357 = MDR 2010, 225, 226 = WuM 2010, 43; G. Vollkommer in: Zöller, ZPO, 35. Aufl., Einleitung Rdn. 53). Deshalb muss auch der Vortrag anwaltlich verteilter Antragsteller in diese Richtung ausgelegt werden. Es muss genügen, wenn sich aus der Antragsschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.

- b. 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 Satz 1 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 Kam-

mer 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 SpruchG, Stand: 1.10.2024, § 4 Rdn. 24). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge sind auch begründet, weil die Barabfindung auf € 79,71 je Stamm- und Vorzugsaktie festgesetzt werden muss. Dieser Betrag ist ab dem 1.9.2021 unter Anrechnung geleisteter Zahlungen mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts aus Art. 14 Abs. 1 GG muss der Aktionär einen vollständigen wirtschaftlichen Ausgleich für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung als Aktionär gewährt werden. Hierzu muss der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert des Anteilseigentums widerspiegelt werden; dabei muss sichergestellt sein, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätte (vgl. nur BGHZ 236, 180, 186 = NJW 2023, 2114, 2116 = NZG 2023, 937, 939 = AG 2023, 443, 444 = ZIP 2023, 795, 796 = WM 2023, 714, 716 = DB 2023, 953, 954 f. = Der Konzern 2023, 217, 219 = DZWIR 2023, 486, 488 = DStR 2023, 2575, 2577; BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022,

Az. 101 ZBR 97/20; OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; AG 2020, 133, 134 f. = WM 2019, 2104, 2106; NZG 2022, 362, 364; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 30.6.2023, Az. 5HK O 4509/21; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e).

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 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; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e). 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 Überprüfbar-

keit 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 MAN SE 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 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; Beschluss

vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e). 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 MAN SE ergibt sich daher zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 29.6.2021 auf dieser Grundlage ein Unternehmenswert von € 11.721 Mio. und damit eine Barabfindung von € 79,71 je Aktie, ohne das zwischen Stamm- und Vorzugsaktien unterschieden werden müsste.

1. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage

vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; 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, 2014, 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 28.3.2019, 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; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e).

Diese Grundsätze wurde bei der MAN SE zutreffend angewandt.

a Dies gilt zunächst für die allgemeinen Grundsätze der Planung.

- (1) Die Vergangenheitsanalyse der Jahre 2017 bis 2020 lässt keinen Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik zu. Die Vergangenheitsanalyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsergebnisse tragfähig und plausibel sind (vgl. OLG Frankfurt AG 2020, 955, 958; LG München I AG 2020, 222, 224 = Der Konzern 2020, 311, 312; Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5 HK O 15162/20). Der hierfür heranzuziehende Betrachtungszeitraum liegt üblicherweise zwischen zwei bis drei Jahren, wie der Kammer aus einer Vielzahl bei ihr anhängig gewesener Spruchverfahren bekannt ist.

- (a) Ein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ergibt sich namentlich nicht aus den in den Jahren 2017 und 2019 eingetretenen Planunterschreitungen. Die Budgetplanung für das Jahr 2017 sah im Bereich der einen Umsatz von € 10.000 Mio.

vor, der im Ist um € 37 Mio. oder knapp 0,4 % überschritten wurde. Im Bereich MAN Latin America lag das bereinigte Ist im Umsatz mit € 1.141 Mio. um € 72 Mio. oder 6,8 % über dem Budgetwert von € 1.069 Mio.. Demgegenüber wurde bei der MAN SE das operative Ergebnis mit € 290 Mio. um € 60 Mio. verfehlt. Im Jahr 2019 stellt sich die Situation vergleichbar dar. Während die Umsätze im Bereich der mit € 11.000 Mio. und im Bereich MAN Latin America mit € 1.536 Mio. geplant waren, lagen sie im bereinigten Ist um € 88 Mio. bzw. € 1.738 Mio. höher, was einer Abweichung von knapp 0,9 % bzw. 13,1 % entspricht. Das bereinigte operative Ergebnis fiel dagegen mit € 341 Mio. um € 123 Mio. schlechter aus als im Budget des Jahres 2019 angenommen. In ihrer Stellungnahme vom 17.5.2023 wiesen die Abfindungsprüfer darauf hin, dass die höheren Umsätze von MAN Latin America auf die im Vergleich zu den Planannahmen stärkere konjunkturelle Erholung des brasilianischen Marktes zurückzuführen war, wovon dieser Unternehmensbereich besonders profitierte. Das Verfehlen des geplanten operativen Ergebnisses beruht demgegenüber auf einem höheren Wettbewerbsdruck im Bereich Lkw und Gebrauchtfahrzeuge. Im Unternehmensbereich MAN Latin America resultiert die Budgetverfehlung im Jahr 2017 vor allem aus einem preis- und mengenbedingt rückläufigen Markt in Argentinien. In ihrem Prüfungsbericht wiesen und für das Jahr 2019 auf das eingetrübte europäische Marktumfeld im zweiten Halbjahr mit negativen Einflüssen hin. Neben stark rückläufigen Absatzvolumina von Fahrzeugen – mit Ausnahme von leichten Nutzfahrzeugen – sahen sie den erhöhten Wettbewerb im Bereich Lkw und Gebrauchtfahrzeuge als ursächlich für das Verfehlen des geplanten operativen Ergebnisses an. Diese Effekte konnten durch eingeleitete Effizienzmaßnahmen und eine höher als ursprünglich geplante Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen nur zum Teil kompensiert werden.

- (b) Im Jahr 2020 kam es zu einer deutlichen Verfehlung sowohl der geplanten Umsätze als auch des geplanten EBIT, was seine Ursache in temporären Schließungen der Werke im ersten Halbjahr als Folge der im Zeitpunkt der Erstellung der Planung nicht vorhersehbaren COVID-19-Pandemie im Bereich mit besonders starken Abweichungen im Gebrauchtfahrzeuggeschäft und im Bereich der Reisebusse sowie im Segment MAN Latin America in einem nicht erwarteten Rückgang des Lkw- und Busabsatzes in Brasilien sowie in der Abwertung der brasilianischen Währung hatte. Diese nicht vorhersehbaren auf der Pandemie beruhenden Entwicklungen konnten trotz eingeleiteter Maßnahmen wie Kurzarbeit und Sachkosteneinsparungen nicht oder zumindest nur zum Teil kompensiert werden.
- (c) Das Planjahr 2018 weist bei den Umsatzerlösen insgesamt eine Planüberschreitung von 4,1 % und beim operativen Ergebnis von 3,9 % aus, die im Wesentlichen im Bereich auf einem abweichenden Produkt- und Ländermix im Bereich Lkw sowie auf Effizienzmaßnahmen zurückzuführen sind. Die Höhe der Aktivierung von Entwicklungskosten für die neue Lkw-Generation lag zudem über den im Budget getroffenen Annahmen. Die negative Budgetabweichung im Bereich MAN Latin America beruhte auf dem weiter anhaltenden Druck auf den argentinischen Markt.

Da jede Planung prognostischen Charakter hat, kommt es naturgemäß zu Abweichungen zwischen den budgetierten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen. Dabei ist die Planabweichung gerade beim EBIT im Jahr 2018 mit 3,9 % vergleichsweise gering. Die Abweichungen beim Umsatz und beim EBIT insbesondere in den Jahren 2017 und 2019 gehen in beide Richtungen – Planüberschreitung beim Umsatz, aber Planunterschreitung beim operativen Ergebnis. Dies zeigt aber auch, dass die Planungssystematik der MAN SE eine geeignete Grundlage ist und folglich der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden kann.

- (2) Eine konkretisierende Einflussnahme des Vorstands der Antragsgegnerin auf die Planung der MAN SE dergestalt, dass unter dem Aspekt des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre Einfluss auf die Planung genommen worden wäre, konnte durch und nicht festgestellt werden. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Gesellschaft in den übergeordneten Planungsprozess der Antragsgegnerin und diese wiederum in den Planungsprozess der Volkswagen AG als Konzernobergesellschaft eingebunden ist. Die Volkswagen AG gibt zentrale makroökonomische Annahmen top down vor. Spezifische Prämissen zur erwarteten Entwicklung der relevanten Nutzfahrzeugmärkte werden zwischen den operativen Einheiten im Konzern der Antragsgegnerin abgestimmt, wobei das Konzerncontrolling der Antragsgegnerin in diesem Zusammenhang eine koordinierende Funktion übernimmt und sicherstellt, dass am Ende einheitliche Marktprämissen von allen operativen Einheiten verwendet werden. Davon zu unterscheiden ist jedoch die operative Planung, die ausschließlich im Verantwortungsbereich der MAN SE liegt und im Rahmen des jährlich stattfindenden Bottom up-Prozesses eigenständig erfolgte. Die vom Vorstand der MAN SE verabschiedete Planung wurde mit dem Aufsichtsrat erörtert, der die Mittelfristplanung zur Kenntnis nahm und keine Veränderungen an den Umsatz- und Ergebniszahlen vornahm. und wiesen in ihrer Stellungnahme ausdrücklich darauf hin, dass die Antragsgegnerin keinen Einfluss über die Vorgabe von Umsatz- und Ergebniszahlen in der Planungserstellung und auf den Entscheidungsprozess über die Planung genommen habe.
- (3) Die die fünf Jahre von 2021 bis 2025 umfassende Detailplanungsphase musste ungeachtet der im Jahr 2020 begonnenen COVID-19-Pandemie nicht auf sechs Jahre verlängert werden. Die Detailplanungsphase entspricht dem Zeitraum, der auch im Rahmen des regulären Planungsprozesses zugrunde gelegt wird. Für diesen Zeitraum lassen sich aus Sicht der Gesellschaft voraussichtliche Entwicklungen vor dem Hintergrund von Produktlebenszyklen und dem Markt- und Wettbewerbsumfeld einschätzen. Die Gesellschaft ging bei ihren Planannahmen vor allem auch davon aus,

die Pandemie werde im Jahr 2022 überwunden sein. Angesichts dessen muss die Länge der Phase I mit fünf Jahren als ausreichend angesehen werden. Diese Länge entspricht auch dem in vielen anderen Spruchverfahren angesetzten Zeiträumen bei Gesellschaften, die in zyklischen und konjunkturanfälligen Branchen tätig sind.

- (4) Nicht zu beanstanden für die Bewertung sind die nach der am 9.9.2021 erfolgten Verabschiedung der Mittelfristplanung PR 69 für die Jahre 2021 bis 2025 vorgenommenen Plananpassungen. Am 11.9.2021 fassten die Vorstände der Gesellschaft sowie der einen Beschluss mit Eckpunkten zu einer grundlegenden Neuausrichtung im Sinne einer grundlegenden Restrukturierung des in allen Bereichen einschließlich einer Neuaufstellung des Entwicklungs- und Produktionsnetzwerks sowie eines signifikanten Stellenabbaus. Darauf aufbauend unterzeichneten die Vorstände dieser beiden Gesellschaften und die Arbeitnehmerseite ein Eckpunktepapier für diese umfassende Neuausrichtung des Unternehmensbereichs das als Grundlage für die Ausgestaltung der dann im März 2021 unterzeichneten Tarifverträge und Betriebsvereinbarungen diene. Unter Berücksichtigung dieser geänderten Ausgangslage kam es in den Monaten Februar bis April 2021 zu einer um die zusätzlichen Maßnahmen und Einzeleffekte aus der Restrukturierung dieses Geschäftsbereichs ergänzten Planung. Das Budgetjahr 2021 wurde dabei auch durch den Forecast 3+9 für das Jahr 2021 ergänzt. Demgemäß lag der Unternehmensbewertung auch die aktuellste, letztverfügbare Planung zu Grunde, in die auch die Entwicklungen der ersten drei Monate des Geschäftsjahres einfließen konnten. Aufgrund des Stichtagsprinzips mussten diese Anpassungen berücksichtigt werden; anderenfalls läge ein Fehler bei der Unternehmensbewertung vor.

Die Anpassungen als Folge der Restrukturierungen mit den damit verbundenen Einmaleffekten führten zu einem im Vergleich zur ursprünglich verabschiedeten Planung zu einem im Jahr 2021 um € 381 Mio. niedrigeren und im Jahr 2022 zu einem um € 10 Mio. niedrigeren EBIT. In den Jahren 2023

bis 2025 lag das operative Ergebnis allerdings um insgesamt € 620 Mio. über alle drei Jahre oberhalb der ursprünglich am 9.9.2021 verabschiedeten Planung. Da sich die Restrukturierungsaufwendungen aber bereits im ersten Planjahr 2021 auswirkten, müssen sie – wenn auch im Wesentlichen als Einmaleffekte – vollumfänglich in der Planung abgebildet werden, nachdem sie zu Zahlungsmittelabflüssen in diesem Jahr führen.

- (5) Die Gesellschaft erstellte im Rahmen des regulären Planungsprozesses eine Finanzbedarfsberechnung. Darauf aufbauend nahmen die Bewertungsgutachter von eine Neuberechnung des Zinsergebnisses vor. Da die Planung der Gesellschaft regelmäßig aber nicht bis zum Zinsergebnis abgebildet wird, musste diese Anpassung von den Bewertungsgutachtern vorgenommen werden, wobei sich die Organe der Gesellschaft diese Anpassungen dann zu eigen gemacht haben, als sie der Hauptversammlung den darauf beruhenden Abfindungsbetrag vorschlugen. Im Rahmen der Finanzbedarfsrechnung berücksichtigt die Planung auch die Fortentwicklung des Nettoumlaufvermögens und somit auch der operativen lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Aufgrund des vor allem pandemiebedingten Umsatzrückgangs im Jahr 2020 kam es auch zu einem Rückgang der operativen lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Allerdings wird dann angesichts eines gegenüber dem letzten Ist-Jahr ansteigenden Umsatzvolumens, wie es unter B. I. 1. b. dargestellt wird, ein Anstieg der operativen Verbindlichkeiten ebenso wie ein Anstieg der operativen Forderungen angenommen. Zusammen mit weiteren operativen Vermögenswerten und Schulden bildet sich das sog. Nettoumlaufvermögen. Aufgrund des geschäftsvolumenbedingten Anstiegs geht die Planung auch von einem Anstieg des Nettoumlaufvermögens bis zum Jahr 2025 aus.
- (6) Die Neuberechnung des Zinsergebnisses basiert auf dem durchschnittlichen Finanzmittelbestand einer jeweiligen Periode, wobei dieser Bestand periodenspezifisch fortgeschrieben wird. Im Rahmen der Fortschreibung mussten ausweislich der Stellungnahme der Abfindungsprüfer auch die Abschreibungen, Investitionen, geplanten Änderungen des Nettoumlaufvermö-

gens sowie Zahlungsmittel zu- und -abflüsse im Zusammenhang mit Ausschüttungen und Thesaurierung berücksichtigt werden.

- (7) Das im Jahr 2017 gestartete Zukunftsprogramm PACE 2017 war zum Bewertungsstichtag bereits beendet. Die mit diesem Programm umgesetzten Maßnahmen gehören nach den von den Abfindungsprüfern vermittelten Erkenntnissen zum integralen Geschäftsmodell der MAN SE und sind daher auch in die Planungsrechnung eingeflossen.
 - (8) Die für gesetzliche und einzelne vertragliche Garantieverpflichtungen sowie für Kulanz gegenüber Kunden gebildeten Rückstellungen, deren Inanspruchnahme vom Entstehen des Gewährleistungsanspruchs abhängig ist und sich über den gesamten Garantie- und Kulanzzeitraum erstrecken kann, beliefen sich zum 31.12.2020 auf € 335 Mio. für langfristige und € 193 Mio. für kurzfristige Rückstellungen. Im Laufe der Detailplanungsphase sollen die langfristigen bzw. kurzfristigen Rückstellungen bis zum Jahr 2025 auf € 324 Mio. bzw. € 176 Mio. reduziert werden.
- b. Da die Umsatzplanung für die Jahre 2021 bis 2025 als plausibel einzustufen ist, müssen keine Änderungen vorgenommen werden. Sie sieht in diesem Zeitraum Umsätze von € 12.855 Mio. im Jahr 2021, von € 13.620 Mio. im Jahr 2022, von € 15.120 Mio. im Jahr 2023, von € 16.453 Mio. im Jahr 2024 und von € 17.050 Mio. im Jahr 2025 vor, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate im Zeitraum von 2020 bis 2025 von 9,5 % entspricht.
- (1) Die Umsatzplanung für das Jahr 2021 kann nicht als zu pessimistisch eingestuft werden.
 - (a) Dabei wird insbesondere nicht die sich schon im zweiten Halbjahr des Jahres 2020 zu beobachtende starke Erholung vernachlässigt, nachdem es ab der zweiten Märzhälfte des Jahres 2020 zu einer weltweiten Schließung der Produktionsstandorte im Zuge der COVID-19-Pandemie gekommen war und erst ab Ende April 2020 die Produktion sukzessive wieder aufgenommen werden konnte; der starke Rückgang der ersten Jahreshälfte konnte in der zweiten Hälfte

des Jahres 2020 nicht mehr kompensiert werden. Im ersten Planjahr 2021 geht die Planung von einer Steigerung der Umsatzerlöse von € 10.838 Mio. um 18,6 % auf € 12.855 Mio. aus. Diese Steigerung beruht im Wesentlichen auf Aufholeffekten im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie. Für den Bereich der geht die Planung von einem deutlichen Umsatzanstieg von 16,7 % gegenüber dem Vorjahr aus. Dabei entfällt auf den Bereich Lkw ein Anstieg des Absatzes um 28,3 %, der neben den Aufholeffekten auch auf die Einführung einer neuen Lkw-Generation sowie der erwarteten Flottenerneuerung beruht, die ihre Ursache in der Umstellung auf die neueste Abgasnorm Euro VI hat und die zu Absatzsteigerungen führen soll. Der Bereich Bus verzeichnet demgegenüber mit einem Absatzwachstum von 4,9 % im Vergleich zum Vorjahr ein geringeres Wachstum angesichts der weiterhin geringen Nachfrage nach Überland- und Reisebussen.

- (b) Von einer starken Wachstumsrate ist auch der Bereich MAN Latin America mit 33,3 % gegenüber dem Vorjahr geprägt, wobei die Planung im Bereich Lkw mit einem Anstieg von 28,6 % rechnet, der insbesondere auf Nachholeffekten aufgrund aufgeschobener staatlicher und privatwirtschaftlicher Investitionen im Zusammenhang mit der Pandemie zurückzuführen ist.
- (c) Im Planungszeitraum erwartet die für Lkw mit der Marke „MAN“ eine Steigerung des Absatzes um 7,7 %, die oberhalb der Marktprognosen für Europa von IHS Markit von durchschnittlich 6,0 % pro Jahr liegt. Ursächlich hierfür ist eine erwartete Erhöhung des Marktanteils im Jahr 2024 als Folge der neuen Lkw-Generation, die zugleich auch zu einer Margenverbesserung beitragen soll. Im Bereich, zu dem unter anderem die Marke „NEOPLAN“ gehört, soll der Absatz um durchschnittlich 8,9 % steigen und damit ebenfalls oberhalb des Marktwachstums für Europa mit einem CAGR von 5,2 % liegen. Der geplante Anstieg in diesem Bereich ist vor allem auf

die geplante Erholung des Busmarktes sowie einen erwarteten Ausbau des Marktanteils in diesem Markt auf 18,4 % bis zum Jahr 2025 zurückzuführen. Allerdings wirkt sich der zunehmende Anteil von Elektromobilität im Antriebsstrang negativ auf die Marge aus, weil durch den höheren Anteil fremdbezogener Komponenten und die sinkende eigene Wertschöpfung die Fertigungsmaterialquote bei Elektromotoren höher sein wird als bei Verbrennungsmotoren.

- (d) Die in der Planung zugrunde gelegten Wachstumsraten berücksichtigen dabei die Struktur und Zyklizität des Markts für Nutzfahrzeuge ebenso wie regulatorische Rahmenbedingungen, die Entwicklungen und Trends im Lkw-Markt wie auch im Bus-Markt. Darüber hinaus beruhen die Annahmen zum Umsatzwachstum auf länderspezifischen Prämissen zur erwarteten Entwicklung der relevanten Nutzfahrzeugmärkte, aus denen konkrete Absatzzahlen für Lkw, Busse, Vans, Gebrauchtfahrzeuge und Motoren abgeleitet wurden. Den Wachstumsannahmen liegt die Annahme eines leichten Ausbaus der Marktanteile in Europa bei der _____ und bei MAN Latin America zugrunde. In diesem Zusammenhang wurden ausweislich der Stellungnahme vom 17.5.2023 auch konkrete Wachstumsperspektiven aus der Marktstudie von IHS Markit berücksichtigt. Im Rahmen der Planung wurden sowohl Volumen- als auch Preiseffekte erfasst.
- (e) In beiden Unternehmensbereichen liegt das geplante Wachstum auch deutlich über den Prognosen von IHS Markit vom Februar 2021, die bei den Absatzzahlen für Lkw mit einem Gewicht von mehr als 6 t für Europa im Jahr 2021 ein Wachstum von 10,3 % und für Lateinamerika von 12,6 % annimmt. Soweit einige Antragsteller auf einen Absatz von 3.323.000 Einheiten im letzten Planjahr abstellen, so beziehen sich diese Zahlen aus der IHS Markit-Studie mit dem Forecast aus Q1-2021 auf den weltweiten Absatz von Lkw mit einem Gewicht von über 6 t, nicht dagegen auf den Absatz der MAN SE in diesem Bereich. Weiterhin zeigt die Tatsache, dass der für 2021 geplante Um-

satz von 12.855 Mio. bereits über dem des letzten Vorkrisenjahres 2019 von € 12.663 Mio. liegt, die Berücksichtigung von Aufhol- und Nachholeffekten. Bei dem Vergleich mit dem Jahr 2019 muss zudem berücksichtigt werden, dass dieses Jahr in den ersten sechs Monaten durch Vorzieheffekte im Zusammenhang mit der Einführung des digitalen Tachographen und dem Brexit positiv beeinflusst war. In der zweiten Jahreshälfte dagegen trübte sich der europäische Lkw-Markt zunehmend ein. Die Planannahmen der MAN SE sind dabei für das Jahr 2021 mit einem Wachstum auch im Vergleich zum Jahr 2019 besser als die Studie von IHS Markit mit ihrer Vorausschau in Q1-2021, wonach weder für das Jahr 2021 mit 310.000 Einheiten in Europa noch mit 344.000 Einheiten für das Jahr 2022 das Absatzniveau in Europa des Jahres 2019 mit 385.00 Einheiten erreicht werden soll. Damit aber werden weder die Erholung nach dem Corona-Schock des Jahres 2020 noch die zum Stichtag der Hauptversammlung bereits gemachten Fortschritte und der ab Dezember 2020 angekündigten und dann auch erfolgten Zulassung von Impfstoffen vernachlässigt.

- (2) Die Planung bildet den Trend hin zu alternativen Antriebstechnologien und zum autonomen Fahren in angemessenem und damit plausiblen Umfang ab.
 - (a) Sie basiert auf der Annahme, dass neben den noch vorherrschenden und ausgereiften (Diesel-)Antrieben ein steigender Anteil von Lkw und Bussen mit alternativen Antrieben wie namentlich der Elektromobilität entwickelt werden soll. Demgemäß beinhalten die Investitionen im Planungszeitraum zunehmend Entwicklungsleistungen in die Elektromobilität, während die Entwicklungsleistungen für den Verbrennungsmotor gesenkt werden sollen. In diesen Kontext fließen die für die Kunden von Nutzfahrzeugen ganz wesentlichen Gesamtkosten des Betriebs der erworbenen Lkw – also die Total Cost of Ownership – bereits bei der Produktentwicklung ein. Im Bereich der

soll die geplante Erhöhung des Marktanteils auf 17,4 % im Jahr 2024 vor allem über die neue Lkw-Generation aus dem Jahr 2020 erreicht werden, weil durch sie unter anderem eine mit Kraftstoffeinsparung verbundene Reduzierung der Total Cost of Ownership erreicht wird. Allerdings wird bei den schweren Lkw für die Fernstrecke erst im Jahr 2030 ein ausgeglichenes Kostenniveau der Verbrennungsmotoren mit den Elektromotoren prognostiziert. Auch zeigt eine im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie erstellte Studie der Prognos AG, dass der Anteil der Nutzfahrzeuge mit elektrischem Batteriebetrieb in Deutschland von 0,2 % im Jahr 2020 auf 1,0 % im Jahr 2025 und 1,8 % im Jahr 2030 ansteigen soll. Der Einsatzbereich dieser Fahrzeuge wird nach dieser Studie jedoch hauptsächlich im Verteil- und Regionalverkehr mit Tagesdistanzen von bis zu 100 km liegen, weil in diesem Bereich die Batterien aufgrund der geringeren Reichweitenanforderungen kleiner und leichter sein können. In diesem Zusammenhang geht der MAN-Konzern von einer weiteren Fortsetzung des technologischen Trends zu einem zunehmenden Anteil der Elektromobilität im Antriebsstrang im Lkw-Markt aus, weshalb dieser Bereich zunehmend an Bedeutung gewinnen wird. Ungeachtet dieses Trends musste in der Planung davon ausgegangen werden, dass diese beiden Antriebsarten des Verbrennermotors wie auch des Elektroantriebs in den nächsten zehn Jahren parallel hergestellt und angeboten werden, weil sich die Entwicklung hin zur Elektromobilität gerade in den für die Gesellschaft wesentlichen Märkten mit zeitlichem Versatz vollziehen wird. Auch wird sich die Elektrifizierung eher im innerstädtischen Bereich und Zulieferverkehr durchsetzen als auf der Langstrecke, weil hierfür zusätzlich noch eine umfangreiche Ladeinfrastruktur geschaffen werden muss, die derzeit zumindest noch weitgehend fehlt und auch in zwei bis drei Jahren nicht vorhanden sein wird, nachdem neben der reinen Ladeinfrastruktur noch eine Netzinfrastuktur zu deren Versorgung geschaffen werden muss, die bislang ebenfalls noch nicht gegeben ist.

Beim autonomen Fahren als weiterem Trend muss gesehen werden, dass dieses derzeit nur in abgeschlossenen Umgebungen wie Minen oder Häfen möglich ist. Erst ab dem Jahr 2025 werden Automatisierungsgrade in einer Art und Weise erwartet, dass der Fahrer lediglich eine Kontrollfunktion hat oder im vorderen Glied einer Platooning-Kette sitzt, bei der nur im ersten Fahrzeug einer Kolonne ein Fahrer sitzt, während die nachfolgenden Lkw ihm automatisiert folgen. Eine volle Automatisierung wird im Nutzfahrzeugbereich erst im Jahr 2030 erwartet, mithin im Zeitraum der Ewigen Rente. Angesichts der Neuartigkeit dieses Geschäftsmodells ist die zukünftige Implementierung allerdings ebenso unklar wie die Auswirkungen auf die Gesetzgebung und Regulatorien.

- (b) Ungeachtet dessen berücksichtigt die Planung entsprechend den Ausführungen in der Stellungnahme vom 17.5.2023 die sich aus der Entwicklung alternativer Antriebe und der Digitalisierung ergebenden Wachstumspotentiale. Konkrete, mit einzelnen auf Elektroantrieb basierenden Fahrzeugtypen flossen in die Planung ebenso ein wie mittel- bis langfristig die Nutzung der Potentiale der alternativen Antriebe mit der damit verbundenen Erweiterung der Produktpalette.
- (c) Dies gilt insbesondere auch für das sich aus dem Umstieg auf emissionsarme Busse ergebende Wachstumspotential. Gerade im Bereich MAN Latin America geht die Planung für die Jahre 2022 bis 2025 von einer deutlichen Absatzsteigerung bei Bussen aus, die unter anderem auf Vorzieheffekte der Einführung des neuen Emissionsstandards zurückzuführen ist. Sowohl diese Emissionsvorgaben als auch der grundsätzliche Trend zur Elektromobilität führt bei Bussen zu einer Substitution von Verbrennungsmotoren zugunsten alternativer Antriebe. Dies kann aber nicht mit einem Wachstum des Gesamtmarkts gleichgesetzt werden. Die steigende Nachfrage nach alternativen Antrieben führt gleichzeitig zu einem Rückgang der Nachfrage nach den etablierten Antrieben. Zudem beinhalten technologische

Neuerungen auch das Risiko des Eintritts neuer Wettbewerber in den Markt. Dies zeigt sich nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer exemplarisch am Markteintritt des chinesischen Herstellers BYD, der auf Elektro-Busse spezialisiert ist und diese um rund 50 % geringere Preise und damit sehr viel kostengünstiger anbietet.

- (d) Staatliche Förderprogramme wurden insoweit in der Planung abgebildet, als von verbesserten Absatzmöglichkeiten ausgegangen wird. Hersteller wie _____ profitieren von derartigen Maßnahmen vor allem mittelbar, weil von diesen vor allem die Abnehmerseite der Nutzfahrzeuge profitieren und dadurch der Absatz von derartigen Fahrzeugen gesteigert werden soll.

- (4) Die Planung für MAN Latin America mit einem künftigen Wachstum von 20,9 % muss aufgrund ihrer Plausibilität nicht korrigiert werden. Dem steht insbesondere nicht entgegen, dass in den Jahren von 2017 bis 2019 mit 23,4 % p.a. in diesem Bereich hohe Wachstumsraten erzielt wurden. In dieser Zeitspanne profitierte MAN Latin America im Bereich Lkw insbesondere von der konjunkturellen Erholung der brasilianischen Wirtschaft. Weiterhin führten im Jahr 2018 Investitionen der brasilianischen Regierung in ein neues Schulbusprogramm zu einem deutlichen Anstieg des Busabsatzes und damit auch zu Umsatzsteigerungen. Die Planung geht ab dem Jahr 2022 von einer Stabilisierung der Marktentwicklung in Brasilien, Mexiko, Argentinien und Chile aus. Im Bereich Lkw basiert die in der Planung vorgesehene Umsatzentwicklung auf einer kontinuierlichen Absatzsteigerung durch die Einführung neuer Lkw-Modelle hin zum Jahr 2025. Für diesen Bereich liegt die im gesamten Planungszeitraum angenommene Absatzsteigerung von etwa 12,2 % deutlich oberhalb der Marktprognosen von IHS Markit vom Februar 2021 mit einem prognostizierten Wachstum des Lkw-Absatzes von durchschnittlich 5,2 % pro Jahr. Durch die zunehmende Urbanisierung und Verbesserung der Infrastruktur wird im Segment Bus mit einer steigenden Nachfrage gerechnet. Darüber hinaus geht die Planung von einem Anstieg des Marktanteils auf dem brasilianischen Busmarkt aus.

der seine Ursache im Wesentlichen in der Flottenerneuerung der brasilianischen Schulbusse hat. Demgemäß setzt die Planung für den Bereich Bus ein CAGR von 13,9 % an, während IHS Markit im Februar 2021 für die Jahre 2020 bis 2025 lediglich ein Wachstum des Absatzes von Bussen von 10,9 % p.a. annahm.

- (5) Dem Rückgang des Umsatzwachstums von 2024 auf 2025 auf nur mehr 2,2 % im Geschäftsbereich der fehlt nicht die Plausibilität. Die Absatzzahlen für Busse, Gebrauchtfahrzeuge und Vans waren im Jahr 2025 steigend geplant, während für Lkw in diesem Jahr eine rückläufige Absatzentwicklung zugrunde gelegt wurde. Diese Entwicklung beruht namentlich auf einer rückläufigen Prognose der Marktentwicklung in diesem Segment für Europa im Jahr 2025 im Vergleich zum Vorjahr. Während für das Jahr 2024 IHS Markit bei Lkw mit einem Gewicht von mehr als 6 t im Jahr 2024 einen Absatz von 387.000 Einheiten vorhersagt, sind es für das letzte Planjahr nur noch 376.000 Einheiten, wobei dieser Rückgang für die wesentlichen Absatzmärkte in Deutschland, Großbritannien und Russland gleichermaßen gilt – nur in der Türkei geht diese Prognose von einem geringfügigen Wachstum von 23.000 auf 24.000 Einheiten aus. In der Volksrepublik China wird ebenfalls von einem Wachstum von 1.080.000 auf 1.129.000 Einheiten ausgegangen, wobei die Gesellschaft in diesem Markt nur wenig Absatzmöglichkeiten aufweist; in Südafrika soll es zu einem Anstieg von 25.000 auf 26.000 Einheiten kommen. Der Grund für die schlechtere Entwicklung namentlich in Europa wird in der geplanten Senkung der CO₂-Emissionen durch eine EU-Verordnung für das Jahr 2025 gesehen, durch die eine Reduktion der CO₂-Emissionen bei schweren Lkw über 16 t zum Jahr 2025 um 15 % und bis zum Jahr 2030 um 30 % angestrebt wird. Dies wird zu Vorzieheffekten in Europa führen, weshalb hier von einem Absatzrückgang um 2,0 % gegenüber 2024 nachvollziehbar ausgegangen wird.
- (6) Ebenso wenig steht die Planung der Absatzzahlen für Deutschland und Europa im Widerspruch zu einer Presseerklärung der Sachverständigenverei-

nigung KÜS vom August 2021 über eine weiterhin hohe Nachfrage nach Nutzfahrzeugen mit deutlich steigenden Zulassungszahlen. Zum einen erschien diese Pressemitteilung nach dem Bewertungsstichtag und konnte daher bei der Plausibilisierung der Planannahmen nicht berücksichtigt werden; zum anderen bezog sie sich auf den Monat der Hauptversammlung, der zum Stichtag noch nicht abgeschlossen war. Ungeachtet dessen lässt sich aus der Presseerklärung kein Rückschluss auf eine zu pessimistische und daher nicht mehr plausible Planung ziehen. Als Grund für die hohen Zulassungszahlen werden besonders schwere Lkw mit einem Plus von 37,1 % im Vergleich zum Vorjahresmonat genannt. Allerdings muss hier beachtet werden, dass der MAN-Konzern ein Vollsortimentanbieter von Nutzfahrzeugen ist und demgemäß nur teilweise von Neuzulassungen bei besonders schweren Lkw profitiert. Der Anstieg der Transporter lag im gleichen Zeitraum bei 9,6 %. Allerdings werden Transporter nicht im Konzern der MAN SE gefertigt, sondern fremdbezogen, weshalb sich für die Gesellschaft bei einem Anstieg der Verkaufszahlen von Transportern nur ein geringer Effekt auf die Marge herleiten lässt. Zudem muss gesehen werden, dass der Juni 2020 immer noch von der COVID-19-Pandemie und den damit verbundenen starken Unsicherheiten geprägt war, auch wenn es zu diesem Zeitpunkt bereits zu Lockerungen gekommen war. Auch kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Wachstumsrate der MAN SE beim Umsatz im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr 18,6 % betrug, wobei diese Rate bei der bei 16,7 % und damit insgesamt über dem von KÜS genannten Wachstum der Zulassungszahlen insgesamt nur für den Monat Juni von 12,4 % für neue Transporter, Lkw und Busse lag. Das Gesamtwachstum für die ersten sechs Monate des Jahres 2021 kann dem auch nicht entgegengehalten werden, weil allein aus der Zahl von Neuzulassungen noch nicht auf ein entsprechendes Wachstum auch der Umsätze geschlossen werden kann, nachdem diese vom Preis pro verkauftem Lkw, Bus und Transporter abhängen und auch hier der Umstand zu beachten ist, dass die Gesellschaft ein Vollsortimentanbieter von Nutzfahrzeugen ist. Zudem war das Ausgangsniveau des ersten Halbjahres 2020 auch

durch den Lockdown ab Mitte März 2020 sehr niedrig.

- (7) Ebenso wenig ist es unplausibel, wenn die Gesellschaft als 30 %-iger Marktführer in den Jahren von 2021 bis 2023 unter dem Vergleichsergebnis der Peer Group-Unternehmen liegen soll. Bereits die Annahme eines 30 %-igen Marktanteils lässt sich so nicht begründen, weil

in Europa mit einem Marktanteil von 16 % nur auf dem 3. Platz hinter Volvo AB und der Daimler AG liegt; in Lateinamerika weist MAN Latin America einen Marktanteil von 18 % aus, was den 2. Platz hinter der Daimler AG bedeutet. Eine Marktführerschaft lässt sich nur dann annehmen, wenn die Marktanteile von MAN SE und Scania AB zusammen betrachtet werden, was allerdings aufgrund der notwendigen Beschränkung auf das Bewertungsobjekt MAN SE im hier gegebenen Kontext nicht statthaft sein kann. Das Umsatzwachstum liegt in den Jahren 2021 und 2022 ausweislich der Grafik im Bewertungsgutachten auf Seite 107 leicht oberhalb des Durchschnitts wie auch des Median der von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Peer Group, während es im Jahr 2023 deutlich oberhalb des Durchschnitts und des Median des Umsatzwachstums bei den Vergleichsunternehmen liegen soll. Für das Jahr 2024 geht die Gesellschaft von einem höheren Umsatzwachstum aus als Analysten für die Peer Group-Unternehmen erwarten. Dann aber kann gerade beim Umsatz angesichts dieser in der Planungsrechnung abgebildeten Erwartungen des Managements nicht von „Mittelmaß“ ausgegangen werden.

- (8) Die Veräußerung des Werks in Steyr wurde im Rahmen der Aktualisierung und der Stichtagserklärung sachgerecht berücksichtigt. Nach dem Scheitern der geplanten Übernahme dieses Werks durch einen Investor und der Aufgabe der Unternehmenspläne zur Schließung dieses Werks, die auch Grundlage der Unternehmensbewertung durch [redacted] und der Prüfung von [redacted] waren, traf der Vorstand von [redacted] im Juni 2021 die Entscheidung zum Verkauf aller an [redacted] gehaltenen Anteile, um damit den Fortbestand des Standortes mit möglichst vielen Arbeitsplätzen zu retten. Das Verkaufsszenario ging

von einem negativen Werteffekt in Höhe von € 308 Mio. aus, der um € 5 Mio. ungünstiger war als der barwertige Werteffekt von € 303 Mio. aus dem Schließungskonzept. Der negative Werteffekt muss in Relation zum Gesamtwert der MAN SE als marginal bezeichnet werden. Bei der Festsetzung der ursprünglichen Barabfindung wurde er nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre herangezogen.

Bei den Folgen des Verkaufs mussten keine Änderungen der Umsatzerlöse angesetzt werden. Die im Juni 2021 getroffene Entscheidung über den Verkauf der Anteile war nämlich ohne Auswirkungen auf die Umsatzerlöse, weil eine Fertigungseinheit innerhalb des Konzerns war, bei der keine externen Umsatzerlöse anfielen. Mit dem Verkauf wurde nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer von der Eigenfertigung auf Auftragsfertigung durch den Käufer umgestellt, was höhere Kosten nach sich zog

- c. Die Aufwandsplanung bedarf angesichts ihrer Plausibilität keiner Korrekturen. Dabei wurde die Planungsrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren im Sinne des § 275 Abs. 3 HGB erstellt, was auch der Struktur der Geschäftsberichte der Gesellschaft entspricht. Dementsprechend kommt es nicht zu einer gesonderten Ausweisung der Aufwandsarten, sondern zu einer Aufteilung nach betrieblichen Funktionsbereichen wie Herstellung, Vertrieb und allgemeiner Verwaltung gem. § 275 Abs. 3 Nr. 2, 4 und 5 HGB. Demgemäß werden Material- oder Personalaufwendungen als „Innenumsätze“ nicht gesondert ausgewiesen (vgl. Rainer in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl., § 275 Rdn. 20 und 122; Baumeister/Freisleben in BeckOGK HGB, Stand: 15.9.2023, § 275 Rdn. 35 f.). Sie sind in den „direkt zurechenbaren Aufwendungen“ und „fixen Aufwendungen“ enthalten; eine gesonderte Aufstellung zum Material- und Personalaufwand sowie zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten die Abfindungsprüfer somit auch nicht vorlegen.
- (1) Das erste Planjahr kann dabei nicht als zu negativ bewertet angesehen werden. Es stellt nämlich gerade keinen Fehler dar, wenn einmalig in diesem Jahr entstandene Aufwendungen vollumfänglich in die Bewertung ein-

fließen. Es handelt sich um Zahlungsmittelabflüsse, die das ausschüttungsfähige Ergebnis der Gesellschaft in diesem Jahr beeinflussen.

- (2) Die Stabilisierung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Argentinien und Chile sowie die Verbesserung der Infrastruktur mit einer darauf beruhenden verstärkten Nachfrage führt zu einer in der Planung angemessen berücksichtigten Fixkostendegression. Im Unternehmensbereich MAN Latin America wird – ausgehend von einem vergleichsweise geringen Niveau – mit einer deutlichen Steigerung der operativen Rendite von 4,6 % im Jahr 2021 auf 8,6 % am Ende des Detailplanungszeitraums gerechnet, wobei dieser Wert auch deutlich über dem Niveau der Vergangenheitsjahre von 2017 bis 2020 liegt, als nur im Jahr 2019 eine positive operative Rendite von 1,3 % erwirtschaftet wurde. Dieses Ergebnis beruht nicht nur auf dem erwarteten Umsatzwachstum in den Bereichen Lkw und Bus aufgrund der konjunkturellen Entwicklung in Brasilien als dem mit Abstand größten Absatzmarkt mit über 80 % der Umsatzerlöse, sondern auch auf Fixkostendegressionseffekten bei den Sachgemeinkosten.
- (3) Der überproportionale Anstieg der fixen Aufwendungen im Verhältnis zum Anstieg der Umsatzerlöse im Jahr 2021 kann die Plausibilität der Aufwandsplanung nicht infrage stellen. In diesem Jahr wird das operative Ergebnis durch einmalige Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von € 700 Mio. belastet, die auch den Verkauf des Produktionsstandortes Plauen sowie die im Zeitpunkt der Erstellung des Prüfungsberichts wie auch des Bewertungsgutachtens noch beabsichtigte Schließung des Werks in Speyer mit den damit verbundenen Aufwendungen enthalten. Dieser Einmaleffekt führt zum Anstieg der Quote der fixen Aufwendungen von 26,2 % im Jahr 2020 auf 28,9 % im Jahr 2021. Ab dem Jahr 2022 führen dagegen entsprechend den Ausführungen in der Stellungnahme der Abfindungsprüfer Kosteneinsparungen im indirekten Personalbereich des Unternehmensbereichs sowie weitere Kostensenkungen durch Produktkostenoptimierungen sowie die zunehmende Automatisierung und Digitalisierung von Prozessen unter Ausweitung der Nutzung von Shared Service

Centern in diesem Unternehmensbereich zu einer deutlichen Verbesserung der Quote der fixen Aufwendungen auf 21,0 % im Jahr 2025.

Diese Entwicklung gerade im Bereich der fixen Aufwendungen belegt auch, dass der in der pandemiebedingten Krisensituation angelegte Grundstein für Restrukturierungsaufwendungen mit den Effizienz- und Einsparungspotentialen mit seinen Folgewirkungen in der Planung berücksichtigt wurde; ohne die Restrukturierungsmaßnahmen käme es im Unternehmensbereich nicht zu der erwarteten Profitabilitätssteigerung, die als Folge der Reorganisation zentraler und indirekter Bereiche erwartet wird.

d. Die Abschreibungen sind plausibel angesetzt und müssen daher nicht korrigiert werden.

(1) Der Anstieg nach € 336 Mio. im Jahr 2017 auf € 821 Mio. im Jahr 2021 muss als plausibel bezeichnet werden.

(a) und wiesen in ihrer Stellungnahme vom 17.5.2023 zum einen auf den zeitlich versetzten Abschreibungseffekt aus den Investitionen der Jahre 2018 bis 2019 in die neue Lkw-Generation und zum anderen auf den geplanten Anstieg der Investitionen im Bereich der in den Jahren 2021 bis 2023 hin. Diese Investitionen betreffen Nachholeffekte aus dem Jahr 2020 sowie Investitionen in vermietete Vermögenswerte, mithin in mit Rückkaufverpflichtungen bzw. -optionen verkaufte Nutzfahrzeuge und im Rahmen von Operating-Leasing-Verträgen vermietete Nutzfahrzeuge und Immobilien. Darüber hinaus umfassen die Investitionen vor allem Entwicklungsleistungen zur Erneuerung einzelner Komponenten in verschiedenen Produkten und in die Adaption und Integration eines gemeinsamen Antriebsstrangs, der bei der Scania AB im Jahr 2022 eingeführt und ab dem Jahr 2024 auch in den Lkw von verbaut werden soll.

- (b) Weiterhin betreffen die in den Jahren 2022 und 2023 geplanten Investitionen die Optimierung der Fertigung und der Logistikinfrastruktur.
 - (c) Ein weiterer zentraler Punkt sind die im Planungszeitraum zunehmenden Investitionen in die Elektromobilität, wobei die Entwicklungsleistungen in den Verbrennungsmotor als herkömmlichen Antrieb gesenkt werden sollen. Die Planung enthält auch zunehmend Investitionen in autonomes Fahren und digitale Services. Ungeachtet des Anstiegs der absoluten Summe der bereinigten Investitionen von € 615 Mio. im Jahr 2021 auf € 821 Mio. im Jahr 2025 entwickelt sich die Investitionsquote in Relation zum Umsatz mit Werten zwischen 4,7 % und 4,9 % weitgehend konstant.
 - (d) Unter Einschluss des Vermietvermögens in die Investitionsquote sinkt diese nach einem Anstieg von 5,3 % im Jahr 2021 auf 6,8 % im Jahr 2022 in den Folgejahren über 6,7 % im Jahr 2023, 5,1 % im Jahr 2024 auf 4,8 % im Jahr 2025. Dies zeigt, dass der Umsatz stärker ansteigt als die Investitionen, wobei infolge des Rechnungslegungsstandards IFRS 16 aktivierte Nutzungsrechte, die aus Miet- und Nutzungsrechten bestehen, im immateriellen Anlagevermögen enthalten sind. Diese Entwicklung zeigt aber auch, dass gerade die Zusammenarbeit mit der gleichfalls zum Konzern der Antragsgegnerin gehörenden Scania AB im Rahmen der Investitionen berücksichtigt wurde.
- (4) Der Rückgang der immateriellen Vermögenswerte der MAN SE von 2017 bis 2020 beruht auf Abschreibungen auf Vermögenswerte im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation für MAN Latin America. In diesem Unternehmensbereich bestand zum 31.12.2020 ein Goodwill in Höhe von € 275 Mio.. Der Rückgang der immateriellen Vermögenswerte durch Abschreibungen im Zusammenhang mit Kaufpreisallokationen hat indes keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert, weil hiermit kein Abfluss von Zahlungsmitteln verbunden ist. Die PPA-Abschreibungen wirken sich lediglich mittelbar über Steuervorteile aus, indem hier eine Annuität in Höhe von € 1 Mio. angesetzt wurde. Die im operativen Ergebnis enthaltenen Abschrei-

bungen aus der Kaufpreisallokation wurden daher bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse hinzugerechnet.

- e. Das aus dem Umsatz- und Aufwendungen abgeleitete Ergebnis bedarf ebenso wenig einer Anpassung wie die EBITDA- und die EBIT-Margen in der Detailplanungsphase.
- (1) Die Ergebnisse des Detailplanungszeitraums sowie der daraus abgeleiteten EBIT-Marge können auch unter Berücksichtigung eines Vergleichs mit den Peer Group-Unternehmen als plausibel eingestuft werden. Die Abfindungsprüfer erläuterten in ihrer ersten schriftlichen Stellungnahme, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit Margen weit unter dem Branchendurchschnitt aufwies. Selbst unter Berücksichtigung der geplanten Restrukturierungsmaßnahmen im Jahr 2021 und der Kostensenkungsmaßnahmen in den Folgejahren muss es als durchaus ambitioniert angesehen werden, wenn die EBIT-Marge in den Jahren 2022 und 2023 innerhalb der Bandbreite des Durchschnitts und des Median der Vergleichsunternehmen liegen und im Jahr 2024 bereits das Niveau des Durchschnitts und des Medians erreichen soll. Etwas anderes lässt sich auch nicht aus dem Umstand ableiten, dass die EBIT-Marge hinter dem geplanten Umsatzwachstum zurückblieb und erst im Jahr 2024 die durchschnittliche Ergebnismarge der Vergleichsunternehmen erreichen soll. Einzelne Vergleichsunternehmen haben einen höheren Anteil an schweren Lkw, deren Marge tendenziell höher ist, weshalb die Marge von MAN SE als Vollsortimentanbieter von Nutzfahrzeugen eher im unteren Bereich der EBIT-Marge der Vergleichsunternehmen angesiedelt werden muss. Zudem werden die Transporter nicht im Konzern der MAN SE gefertigt, sondern fremdbezogen, was wiederum einen die Marge senkenden Effekt zur Folge hat.
- (2) Die fehlende Plausibilität der Planansätze lässt sich nicht aus dem für das Jahr 2021 angesetzte EBITDA von € 110 Mio. und dem Eintritt eines operativen Verlustes von € 505 Mio. herleiten, wie die Abfindungsprüfer erzeugend dargestellt haben. Die Belastung des EBIT-DA beruht auf den oben unter B. I. 1. c. geschilderten Restrukturierungsmaßnahmen, die ihre Wir-

kung aber erst ab dem Jahr 2022 entfalten sollen und demgemäß zusammen mit den weiteren Optimierungsmaßnahmen eine deutliche Ergebnisverbesserung während der gesamten Phase I nach sich ziehen. Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der Meldung vom 28.10.2021 mit einem operativen Gewinn von € 245 Mio. herleiten, nachdem es sich dabei um eine bereinigte Größe handelt. Die Bereinigungen betrafen insbesondere die Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von € 681 Mio., weshalb das unbereinigte Ergebnis bei minus € 436 Mio. liegt. Der Forecast 3+9 wies für das gesamte Jahr 2021 einen Fehlbetrag von minus € 505 Mio. aus. Angesichts dessen kann nicht von einem unplausiblen Ergebnis in der Planung des Jahres 2021 ausgegangen werden.

- (3) Auch unter Berücksichtigung der Äußerungen des Vorstands in den Ad hoc-Mitteilungen vom 11.9.2020 und vom 26.1.2021 über das genannte sowie in der Hauptversammlung bestätigte strategische Ziel einer operativen Umsatzrendite bzw. EBIT-Marge von 8 % kann nicht auf eine zu pessimistische Planung geschlossen werden.
 - (a) Die genannte Umsatzrendite von 8 % stellt sich als ein strategisches Langfristziel dar, das in erster Linie auf einer Wettbewerbsanalyse der MAN SE und der von den Wettbewerbern bereits erzielten oder angestrebten operativen Margen basiert. Es muss in diesem Zusammenhang gesehen werden, dass ambitionierte oder ehrgeizige Ziele nicht mit Erwartungswerten gleichgesetzt werden dürfen, die für die Unternehmensbewertung alleine maßgeblich sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11 – zitiert nach juris; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, 6. Aufl., Anh § 305 Rdn. 54 f.). Allerdings erhielten die Abfindungsprüfer vom Vorstand der Gesellschaft die Auskunft, zum Bewertungsstichtag hätten weder definierte noch geplante Maßnahmen zur Erreichung dieses strategischen Langfristziels in hinreichend konkretisierter Form vorgelegen. Auch ließen sich die zur Ergreifung der Maßnahmen notwendigen zusätzlichen Investitionen nicht quantifizieren. Dann aber sind diese nach den

Grundsätzen der Wurzeltheorie bei der Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts nicht zu berücksichtigen. Eine Berücksichtigung künftiger Entwicklungen setzt nämlich voraus, dass sie zum maßgeblichen Stichtag – hier also dem Tag der Hauptversammlung am 29.6.2021 – ihre Wurzeln in konkreten Tatsachen finden, also 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; AG 2020, 440, 442 = WM 2020, 1028, 1032; 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, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/129; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 11; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 365; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435).

- (b) Zur Erreichung dieses Zieles hatte der Vorstand eine umfassende Neuausrichtung beschlossen, zu deren Umsetzung es aber nur zum Teil einzelne konkrete Maßnahmen gab wie beispielsweise die Schließung und die dann noch vor der Hauptversammlung geänderte Entscheidung zur Veräußerung der Anteile am österreichischen Werk in Steyr und ebenso die bereits im Jahr 2021 erfolgten Schließung des Standorts in Plauen. Die Planung bildet auch die Ergebnisverbesserung von € 1,7 Mrd. ab, die in der Ad hoc-Mitteilung vom 26.1.2021 angesprochen wird. Diese Verbesserung beruht auf einem Vergleich mit einem Alternativszenario, das eine Fortschreibung des operativen Ergebnisses der des Jahres 2019

bis zum Jahr 2023 ohne Restrukturierungsmaßnahmen und unter Berücksichtigung einer Steigerung der Personal- wie auch der Materialkosten vorsah. Aus dem Vergleich des im Alternativszenario fortgeschriebenen Ergebnisses mit dem Maßnahmenpaket zur Restrukturierung ergibt sich, dass für das Jahr 2023 eine Ergebnisverbesserung der um € 1,7 Mrd. erwartet wird. Die Mittelfristplanung vom 9.9.2020 PR 69 berücksichtigte bereits positive Ergebniseffekte in einem Umfang von insgesamt € 1,4 Mrd. Nach der Unterzeichnung des Eckpunktepapiers auch durch den Betriebsrat kam es zu einer Ergänzung der ursprünglichen Mittelfristplanung in den Monaten Februar bis April 2021 um zusätzliche Maßnahmen und Einmaleffekte entsprechend der Ergänzung im Forecast 3+9 mit einer weiteren Ergebnisverbesserung um € 300 Mio., wobei weitere Kostensynergien in den Bereichen Entwicklung, Produktion, Vertrieb sowie bei unterstützenden Funktionen angesetzt wurden. Das EBIT der Planung PR 69 revised liegt in den Jahren 2023 bis 2025 um € 600 Mio. oberhalb der ursprünglich verabschiedeten Planung, wovon € 200 Mio. im Jahr 2023 erzielt werden sollen. Hierbei handelt es sich um den restlichen Teil der Ergebnisverbesserung um ca. € 300 Mio. abzüglich einer Risikovorsorge von € 100 Mio., was zu der Ergebnisverbesserung bis in das Jahr 2023 von € 1,7 Mrd. führen soll. Eine darüber hinausgehende Umsatzrendite von 8,0 % kann aus dieser Entwicklung dagegen nicht abgeleitet werden.

- (c) Dagegen waren in Bezug auf die komplette Transformation hin zur Elektromobilität, bei der eine Vielzahl von Aspekten wie beispielsweise die Beschaffung von und den zu zahlenden Preis für Batterien beachten werden müssen, keine konkreten Maßnahmen eingeleitet, die zu konkreten Umsatzzielen und zu bestimmten neuen Technologien führen würden. Auch der Ad hoc-Mitteilung vom 11.9.2020 sind hinreichend konkrete Maßnahmen zur Erreichung dieser Umsatzziele und des Einsatzes neuer Technologien nicht zu entnehmen. Diese Ad hoc-Mitteilung beschreibt den Abbau von bis zu 9.500 Stellen in

Deutschland und Österreich sowie weltweit über alle Unternehmensbereiche hinweg als „derzeitige Überlegungen“ sowie die teilweise Verlagerung von Entwicklungs- und Produktionsprozessen an andere Standorte, weshalb auch der Produktionsstandort Steyr sowie die Betriebe in Plauen und Wittlich zur Disposition stünden. Aufgrund des Hinweises auf zeitnah geplante Verhandlungen mit den Arbeitnehmervertretern über die Neuausrichtung und die Abhängigkeit des Gesamtaufwands für die Maßnahmen im Zusammenhang mit der Neuausrichtung des Unternehmens kann aus dieser Mitteilung der Gesellschaft nicht darauf geschlossen werden, bestimmte Maßnahmen zur Erreichung einer Zielrendite von 8,0 % als strategisches Ziel, nicht als Erwartungswert, seien bereits hinreichend konkret in der Wurzel angelegt gewesen. Nichts anderes ergibt sich aus einer Presseerklärung der vom 15.6.2022 mit einem Hinweis auf die im Juni 2021 bestehende Planung einer eigenen Produktion von Batteriepacks. Der Aufbau eines Zentrums für E-Mobilität lässt noch keinen Rückschluss darauf zu, wie sich die Elektromobilität in der Zukunft entwickeln und insbesondere welche Umsätze und Margen hier geplant werden können. Demgemäß konnten die Abfindungsprüfer auch keine hinreichenden Erkenntnisse über den Beginn einer Eigenproduktion erlangen. Die Abfindungsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang, in ihren Gesprächen vom 31.3.2023 sei betont worden, die Gesellschaft stehe einerseits ab 2025 vor großen Herausforderungen angesichts der Umstellung auf die Elektromobilität, andererseits aber sei die Preis- und Kostenstruktur noch nicht bekannt gewesen, was beispielsweise auch für die Kosten der Batterien gelte; auch sei die langfristige Entwicklung der Margen nicht abzuschätzen. Dafür spricht insbesondere auch die Aussage des Vorstands gegenüber den Abfindungsprüfern, die Elektromobilität habe in der Lkw-Industrie erst am Anfang gestanden, wobei gerade die Wettbewerber Daimler AG und Volvo AB im Gegensatz zum Volkswagen-Konzern auf die Wasserstofftechnologie, nicht die Elektromobilität gesetzt hätten.

ten. Künftige Annahmen zur Elektromobilität sind in der Planung allerdings tatsächlich abgebildet, ohne dass dafür eine Eigenfertigung von Batterien eingearbeitet war – allein aus einem Projekt wie der Eröffnung des E-Mobility Centers im Juni 2021 lassen sich solche Kosten nicht mit der erforderlichen Sicherheit vorhersagen, weil es erst eine zuverlässige Grundlage geben muss, welcher Aufwand im Einzelnen damit verbunden ist. Die Kosten wurden dabei pauschal über die Total Cost of Ownership angesetzt, wie im Termin vom 11.10.2024 ausführte. Der Long Distance-Bereich ging noch nicht vom Einsatz von mit Elektromotoren betriebenen Lkw aus.

- (d) Auch in diesem Zusammenhang kann nicht außer Acht gelassen werden, dass in den fünf Jahren eines Geschäftszyklus im Jahr 2025 die bereinigte operative EBIT-Marge bei 7,5 % liegt. Dieser Wert stellt sich als die höchste EBIT-Marge im Detailplanungszeitraum dar und erreicht damit auch in etwa die Durchschnittswerte der Peer Group aus dem Jahr 2024; in diesem Jahr hatte die Gesellschaft mit einer bereinigten EBIT-Marge von 7,3 % den Durchschnitt der Peer Group erreicht und lag nur wenig unterhalb des Medians der von den Abfindungsprüfern herangezogenen Peer Group. Damit fällt aber vor allem auf, dass die Gesellschaft im Vergleich zur Vergangenheitsanalyse, aber auch noch zu den ersten drei Planjahren einen erheblichen Aufholprozess durchlief, nachdem sie in den Jahren 2017 bis 2022 die Durchschnittswerte dieser Vergleichsunternehmen zum Teil auch deutlich verfehlte. Im Jahr 2021 soll die EBIT-Marge minus 3,9 %, im Jahr 2023 dagegen bereits 5,9 % betragen. Als Ursache für die zunächst deutlich niedrigere EBIT-Marge muss der Umstand gesehen werden, dass die Gesellschaft ein Vollsortimentanbieter ist, während einzelne Vergleichsunternehmen einen deutlich höheren Anteil an schweren Lkw haben, deren operative Marge tendenziell höher ist. Zum anderen werden von der Transporter fremdbezogen, was gleichfalls einen margensenkenden Effekt zur Folge hat.

- (e) Diese Erwägungen gelten in gleicher Weise für die beim Börsengang der Antragsgegnerin im Jahr 2019 kommunizierte Umsatzrendite von 8 %.
 - (f) Soweit die Umsatzrendite der Scania AB bei 12 % liegt, kann daraus auch kein Rückschluss auf eine zu niedrig angesetzte Umsatzrendite bei der MAN SE gezogen werden. Da Scania AB im Premiumbereich der Nutzfahrzeuge angesiedelt ist und im Vergleich zur MAN SE einen höheren Anteil an schweren Lkw produziert, die im Vergleich zu kleineren und leichteren Lkw tendenziell höhere Margen erzielen, verfügt die Scania AB über eine andere Marktpositionierung als die MAN SE, die zudem nicht bei ihr gefertigte Transporter vertreibt, was sich gleichfalls mindernd auf die Marge auswirkt. Scania AB setzt in besonderem Maße auf Qualität und verfügt über ein sehr breites Serviceangebot und -netzwerk. Die Marke „Scania“ wird demgemäß von den Fahrern auch als Premiummarke wahrgenommen. Zusätzlich bietet Scania AB im Gegensatz zu MAN SE im Bereich Financial Services Finanzierungen von Neu- und Gebrauchtwagenkäufen sowie Fahrzeugversicherungen an, die eine höhere Marge als Lkw-Verkäufe haben. Daher erachtet es die Kammer in Übereinstimmung mit den überzeugenden Erläuterungen der Abfindungsprüfer als sachgerecht, wenn die EBIT-Marge von Scania AB deutlich oberhalb der von MAN SE liegt.
- (5) Der Hinweis auf unter Druck geratene Margen steht auch nicht in Widerspruch zu den Chancen aus der Elektromobilität und der Digitalisierung der Logistikbranche beim Bestehen erheblicher Förderprogramme der Regierungen. Die Planung berücksichtigt nämlich die Chancen aus der Entwicklung alternativer Antriebe und der Digitalisierung, indem entsprechend den obigen Ausführungen in die Planung konkrete, mit einzelnen auf Elektroantrieb basierenden Fahrzeugtypen sowie mittel- bis langfristig die Nutzung der Potentiale der alternativen Antriebe samt der damit einhergehenden Ausweitung der Produktpalette eingeflossen sind. Bei der Betrachtung der

Margen muss indes neben den steigenden Entwicklungsaktivitäten zur Erhöhung des Anteils der Elektromobilität der Einfluss der Beschaffung von Batterien auf die künftige Profitabilität beachtet werden. Der Konzern der MAN SE plant eine eigene Batteriefertigung nicht mit der für eine Berücksichtigung hinreichenden Sicherheit, weshalb von einem Fremdbezug der Batteriezellen ausgegangen werden muss. Dieser Umstand führt tendenziell zu einer steigenden Fertigungsmaterialquote und zu einer sinkenden eigenen Wertschöpfung. Die steigenden Preise für Batteriezellen können nur dann an die Kunden weitergegeben werden, wenn die Elektrofahrzeuge zu geringeren Total Cost of Ownership führen werden. Bei schweren Lkw wird auf der Fernstrecke ein ausgeglichenes Kostenniveau der Verbrennungsmotoren mit Elektromotoren indes nicht mehr in der Detailplanungsphase, sondern erst bis zum Jahr 2030 erreicht werden, wie die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht dargestellt haben.

Die Trends zur Elektromobilität und zum autonomen Fahren verstärken die erforderliche Transformation des Konzerns der MAN SE von einem reinen Nutzfahrzeughersteller zu einem integrierten Hard- und Softwareanbieter, weil die neuen Technologien zunehmend Softwarekomponenten benötigen, die zugekauft oder selbst entwickelt werden müssen. Diese neuen Trends in Richtung auf Digitalisierung, alternative Antriebsformen und autonomes Fahren eröffnen zugleich Raum für neue Geschäftsmodelle und neue Marktteilnehmer und setzen demgemäß etablierte Hersteller wie die MAN SE unter Druck. Angesichts dessen sieht sich die Gesellschaft neben den Chancen auch Risiken in Form eines höheren Margendrucks und des Eintritts neuer Wettbewerber gegenübergestellt.

- f. Das Beteiligungsergebnis, das sich im Jahr 2021 auf € 355 Mio., im Jahr 2022 auf € 243 Mio., im Jahr 2023 auf € 270 Mio., im Jahr 2024 auf € 286 Mio. und im Jahr 2025 auf € 303 Mio. belaufen soll und sich im Wesentlichen aus dem Anteil an Scania AB, Sinotruk Ltd. und der Rheinmetall MAN Military Vehicles GmbH zusammensetzt, muss als plausibel eingestuft werden. Dabei müssen diese Ergebnisse in den Ertragswert einfließen, weil diese von der MAN SE gehaltenen

Beteiligungen eine besondere strategische Bedeutung beigemessen wird, mit der eine dauerhafte Halteabsicht verbunden ist. Die Beteiligung an Scania AB hat für die MAN SE diese besondere Bedeutung angesichts der Entwicklung und Nutzung eines gemeinsamen Antriebsstrangs. Die Bedeutung der Beteiligung an Sinotruk Ltd. liegt in der Ermöglichung des Zugangs zum chinesischen Markts.

- (1) Der Rückgang des Beteiligungsergebnisses nach dem Jahr 2021 führt nicht zu seiner mangelnden Plausibilität. Das geplante Beteiligungsergebnis liegt deutlich über dem um Sondereffekte bereinigten Beteiligungsergebnis der Jahre 2017 bis 2020. Bei Sinotruk Ltd. war im Jahr 2018 die Wertaufholung, bei Scania AB die im Jahr 2019 ausgeschüttete Sonderdividende und bei der Rheinmetall MAN Military Vehicles GmbH der Erlös aus dem Verkauf des 49 %-igen Anteils am Geschäftsbereich taktische Radfahrzeuge einschließlich der Effekte aus der Wertaufholung und der Sonderdividende bereinigt worden. Das bereinigte Beteiligungsergebnis ist im Jahr 2017 bei € 73 Mio., im Jahr 2018 bei € 193 Mio., im Jahr 2019 bei € 234 Mio. und im Jahr 2020 bei € 136 Mio. und damit stets unterhalb der geplanten Beteiligungserträge. Das Jahr 2021 geht vor dem Hintergrund von Nachholeffekten durch die COVID-19-Pandemie von einem erhöhten Beteiligungsergebnis aus, was auf einer von der Scania AB ausgeschütteten Sonderdividende beruht, nachdem im Jahr 2020 die MAN SE von Scania AB keine Dividendenzahlungen erhielt. Nach diesen Nachholeffekten im Jahr 2021 normalisiert sich das Beteiligungsergebnis.
- (2) Bei der Sinotruk Ltd. wurde zur Ermittlung des Beteiligungsergebnisses auf Analystenschätzungen abgestellt und das geschätzte Ergebnis unter Beachtung der Beteiligungsquote der MAN SE an Sinotruk Ltd. zugrunde gelegt. Diese Annahmen glichen die Abfindungsprüfer zudem mit auf Analystenschätzungen beruhenden Markterwartungen ab. Die Abfindungsprüfer wiesen in ihrer Stellungnahme zudem darauf hin, dass das Beteiligungsergebnis für das Jahr 2021 einen Ertrag von ca. € 760 Mio. und für das Jahr 2022 von etwa € 787 Mio. zugrunde legte. Das Beteiligungsergebnis wurde demgemäß zugunsten der Minderheitsaktionäre auf der Basis von Ana-

lystenschätzungen hochgerechnet. Bei der Fortschreibung der Beteiligungsergebnisse mit der Wachstumsrate von 0,5 % flossen die zwischen 1,2 % und 2 % liegenden Inflationserwartungen in der Volksrepublik China mit ein. Das Ist-Ergebnis, das zur Plausibilisierung ungeachtet des Verbots einer ex-post-Betrachtung herangezogen werden kann, belief sich im Jahr 2021 auf rund € 598 Mio. und im Jahr 2022 auf etwa € 244 Mio. und bleibt damit nicht unerheblich unter den geplanten Ergebnissen. Soweit sich die Antragsteller zu 33) bis 36) und 38) in ihrem Schriftsatz vom 25.11.2024 auf andere Analystenschätzungen berufen, vermag das an der Beurteilung der Angemessenheit der Planung des Beteiligungsergebnisses nichts zu ändern. Selbst wenn eine andere Beurteilung möglich wäre, lässt sich daraus kein Rückschluss auf die fehlende Plausibilität ziehen. Es entspricht anerkannten Grundsätzen, dass eine plausible Annahme, die von einer positiven Entwicklung des für Sinotruk Ltd. wesentlichen chinesischen Marktes ausgeht und die über den tatsächlich erzielten Ist-Ergebnissen liegen, nicht durch andere, möglicherweise ebenfalls plausiblen Annahmen ersetzt werden können (vgl. BVerfG NZG 2012, 1035, 1036 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683 = 1685; OLG München AG 2019, 887, 889 = WM 2019, 2262, 2264; NZG 2022, 606, 612 = AG 2022, 503, 508 = Der Konzern 2022, 290, 295M OLG Düsseldorf AG 2020, 593, 594 = WM 2021, 585, 587; von Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 128; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieber ; AktG Anh § 305 Rdn. 48).

Bessere Erkenntnismöglichkeiten sind nicht zu bejahen. Ausweislich ihrer Stellungnahme erlangten und keine Erkenntnisse dahingehend, dass Organmitglieder der Gesellschaft aus ihrer Stellung von Organmitgliedern der Gesellschaft bei Sinotruk Ltd. Einblick in die interne Planung dieser Gesellschaft gehabt haben könnte. Dies ist auch nachvollziehbar, weil es einen anerkannten Grundsatz auch im angloamerikanisch geprägten Rechtskreis, dem auch die Sonderverwaltungszone der Volksrepublik China zuzurechnen ist, darstellt, dass das von Organmitgliedern einer Gesellschaft in ihrer Eigenschaft als deren Organmitglieder erlangte

Wissen einer Verschwiegenheitsverpflichtung unterfällt. Auch lässt sich ein im Rahmen der Organtätigkeit für Sinotruk Ltd. erlangtes Wissen von Organträgern der MAN SE nicht dieser Gesellschaft zurechnen. Da es sich hier um einen Sachverhalt mit internationalen Bezügen handelt, ist für die Frage der Zurechnung des in Hong Kong erlangten Wissens auf die in Deutschland ansässige MAN SE das Gesellschaftsstatut anzuwenden. Die organschaftliche Stellvertretung richtet sich nach dem für das Innenverhältnis von Organ und Gesellschaft maßgeblichen Recht, was sich wiederum nach dem Gesellschaftsstatut richtet (vgl. Stürner in: Erman, BGB, 17. Aufl., Art. 1 Rom I-VO Rdn. 19; Wetzler in: Hölters, Handbuch Unternehmenskauf, 10. Aufl., Rdn. 17. 103 und 17.71; Land BB 2013, 2697, 2700) damit ist aber auch die Wissenszurechnung hiervon umfasst. Dieses bestimmt sich vorliegend nach dem Sitz der Gesellschaft, also nach deutschem Recht (vgl. BGHZ 178, 192, 194 ff. = NJW 2009, 289, 290 f. = NZG 2009, 68, 69 f. = AG 2009, 84 ff. = ZIP 2009, 2411 ff. = WM 2009, 20, 21 f. = DB 2009, 2825, 2826 f. = BB 2009, 14, 15 f. = GmbHR 2009, 138 f. = DNotZ 2009, 385, 386 ff. = EuZW 2009, 59 f. – Trabrennbahn; NZG 2011, 907, 908 = ZIP 2011, 1562, 1563 = WM 2011, 1531, 1532 = DB 2011, 1798, 1799 = GmbHR 2011, 925, 926 = FGPrax 2011, 238, 239). Dann aber müssen die Grundsätze des § 166 Abs. 1 BGB Anwendung finden, so dass eine Zurechnung des im Rahmen einer Tätigkeit für eine andere Gesellschaft erlangten Wissens an die MAN SE ausscheiden muss. Eine Wissenszurechnung über die Grenzen der Gesellschaft hinaus muss ausscheiden (vgl. BGH NJW 2021, 1669, 1671 = ZIP 2021, 799, 801 = WM 2021, 751, 754 = DB 2021, 947, 948 = Der Konzern 2021, 217, 218 = VersR 2021, 727, 729 = ZfSch 2021, 315, 316; auch Fleischer in: BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2024, § 78 Rdn. 58). Da die Gesellschaft an Sinotruk Ltd. keine Mehrheitsbeteiligung hält, müssen diese zum Konzernrecht entwickelten Grundsätze hier erst Recht gelten.

Ein Abstellen auf den anteiligen Börsenwert der Sinotruk Ltd. kommt angesichts der strategischen Bedeutung dieses Unternehmens für die MAN SE nicht in Betracht. Folglich kann eine Veräußerung zum Börsenkurs keine

Option für die MAN SE sein. Die Ausschüttungen von Sinotruk Ltd., die in die Planung eingeflossen sind, erhält MAN SE nur, wenn sie an Sinotruk Ltd. beteiligt bleibt. Daher kann sich der Wert der Beteiligung an dieser Gesellschaft nur aus dem erwarteten Beteiligungsergebnis ergeben. Die Sperrminorität der MAN SE von 25 % plus einer Aktie ist für den Umfang der Ausschüttungen ohne Bedeutung. Das highest and best use-Konzept stellt ein Bilanzierungskonzept dar. Die Beteiligung an der Sinotruk Ltd. ist als zum betriebsnotwendigen Vermögen gehörend einzustufen und hat aufgrund des dadurch ermöglichten Zugangs zum chinesischen Markt die bereits beschriebene strategische Bedeutung, weshalb eine Bewertung unter Annahme einer Veräußerung dem Unternehmenskonzept der MAN SE widersprechen würde.

- (3) Bei Scania AB flossen die Dividendenerwartungen aus der Beteiligung ein, die sich auf 13,25 % belaufen. Aus über diesen Kapitalanteil hinausgehenden Stimmrechten lässt sich kein größerer Dividendenanspruch herleiten, weil nicht erkennbar ist, dass dieser aus den Stimmrechten abgeleitet werden könnte. Ein höherer Wert der Beteiligung kann daraus auch nicht abgeleitet werden; damit lässt sich namentlich ein Squeeze out nicht verhindern, weshalb daraus auch keine Synergien abgeleitet werden können. Sämtliche Anteile und Stimmrechte an der Scania AB werden unmittelbar von der Antragsgegnerin und der MAN SE gehalten. Damit aber existieren keine Minderheitenanteile an der Scania AB.

Die Herleitung des Ergebnisbeitrags von Scania AB beruht auf der Planung dieses Unternehmens, aus der unter Berücksichtigung einer Finanzbedarfsberechnung ein ausschüttungsfähiges Ergebnis abgeleitet und in Höhe der Beteiligungsquote der MAN SE zugerechnet wird. Dabei musste im Gegensatz zur Terminal Value nicht das Ergebnis in vollem Umfang ausgeschüttet werden, um das Beteiligungsergebnis für die Beteiligung an Scania AB abzuleiten. Bei der Prüfung des Beteiligungsergebnisses nahmen die Abfindungsprüfer eine Verprobung anhand der ihnen vorliegenden

Planungsrechnung der Scania AB vor, wobei dies allerdings eine indikative Berechnung war, auf deren Basis sie das Beteiligungsergebnis auch in Richtung auf Scania AB für sachgerecht ermittelt erachteten. In gleicher Weise wie bei Sinotruk Ltd. kann angesichts der strategischen Bedeutung der Beteiligung an Scania AB für die zukünftige Geschäftsentwicklung der MAN SE das highest und best use-Konzept nicht zur Berechnung herangezogen werden. Ein Ansatz zum Fair Value kommt gleichfalls nicht in Betracht, auch wenn die Beteiligung zum 31.12.2020 in der Bilanz mit einem Wert von € 3.191 Mio. in der Klasse „erfolgsneutral zum Fair Value bewertete Finanzinstrumente“ ausgewiesen wird. Im Geschäftsbericht der Volkswagen AG ist eine Bewertung nicht ersichtlich; die Volkswagen AG hält über die Antragsgegnerin indirekt 100 % der Anteile an der Scania AB, weshalb dieses Unternehmen im Geschäftsbericht der Konzernobergesellschaft voll konsolidiert wird. Folglich ist eine Bewertung der Anteile im Geschäftsbericht der Volkswagen AG nicht ausgewiesen.

Demgemäß stellt sich das Beteiligungsergebnis in der Detailplanungsphase folgendermaßen dar:

MAN Konzern I Beteiligungsergebnis in Mio. EUR	FC 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025
Beteiligungsergebnis Scania	117	48	72	89	105
Beteiligungsergebnis Sinotruk	198	197	203	204	205
Beteiligungsergebnis Sonstige	40	16	16	16	16
Beteiligungsergebnis (unbereinigt)	355	260	291	309	326
Verkauf RMMV (taktischer Bereich)	-	-	-	-	-
Sonderdividende Scania AB	-	-	-	-	-
Wertaufholung Sinotruk	-	-	-	-	-
Bereinigungen	-	-	-	-	-
Beteiligungsergebnis (bereinigt)	355	260	291	309	326

- g. Aus der Schließung des Werks in Speyer ergeben sich keine sonstigen betrieblichen Erträge; vielmehr geht die Planung von Einzelaufwendungen im Jahr 2021 und in den nachfolgenden Jahren von operativen Verbesserungen aus. Der dann entgegen den ursprünglichen Annahmen doch durchgeführte Verkauf der Anteile an _____ hat keinen für die Minderheitsaktionäre negativen Einfluss auf den Unternehmenswert und damit die Barabfindung,

wie bereits oben unter B II. 1. b. (8) erläutert wurde. Der Verkauf des Standortes Plauen brachte gleichfalls keine sonstigen betrieblichen Erträge, sondern Einmalaufwendungen im Jahr 2021.

- h. Bei den Synergien, die in einem Umfang von € 700 Mio. in die Planung eingeflossen sind, müssen keine Korrekturen vorgenommen werden.

- (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; BayObLG AG 1996, 127, 128; LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129; 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; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e; 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, deretwegen 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/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 79; 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/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 80).

Der Wegfall des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages führt zum Bestehen eines faktischen Konzerns, weshalb die hierzu entwickelten Grundsätze mit der Differenzierung zwischen berücksichtigungsfähigen un-

echten und nicht zu bewertenden echten Synergien anwendbar bleiben müssen. Die Berücksichtigung echter Synergien wie beispielsweise Ersparnisse aufgrund des Wegfalls der Kosten für die Börsennotierung, der Erstellung und Prüfung des Jahresabschlusses oder der Durchführung der Publikumshauptversammlung würde einen Widerspruch zu den Stand alone-Grundsatz bedeuten, wonach das Unternehmen so zu bewerten ist, wie es sich ohne die Strukturmaßnahme darstellen würde und die somit auch ohne den Squeeze out ebenso mit anderen Kooperationspartnern hätte durchgeführt werden können (vgl. OLG München, Beschluss vom 3.12.2020, Az. 31 Wx 330/16; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 150).

- (2) Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze wurden als unechte Synergien in erster Linie Einkaufsvorteile, Verbundeffekte aus der Erhöhung des Anteils gemeinsamer Komponenten in verschiedenen Produkten sowie die Entwicklung eines gemeinsamen Antriebsstrangs in einem Umfang von € 700 Mio. sachgerecht in der Planung abgebildet. Die Verbundeffekte aus der Erhöhung des Anteils gemeinsamer Komponenten in vergleichbaren Produkten sind in der Planung der direkt zuordenbaren Herstellungs- und Verwaltungskosten enthalten. Ebenso sieht die Planung die Delegation und Integration eines von Scania AB im Jahr 2022 eingeführten gemeinsamen Antriebsstrangs vor, der ab dem Jahr 2024 auch in den Lkw der
verbaut werden soll. Dagegen lassen sich in Übereinstimmung mit den in der schriftlichen Stellungnahme vom 17.5.2023 vermittelten Erkenntnissen aus der Zusammenarbeit zwischen der Antragsgegnerin und Navistar Corp. keine Synergien ableiten. Die Akquisition von Navistar Corp. durch die Antragsgegnerin soll die Position der Antragsgegnerin in Nordamerika als einem der größten und profitabelsten Märkte für schwere Lkw deutlich stärken. Aus der Presseerklärung vom 7.11.2021 ergibt sich in diesem Zusammenhang aber gerade auch, dass die Synergien auf der Ebene der Antragsgegnerin anfallen sollen.

Allerdings könnte es nach den vom Vorstand der MAN SE gegenüber
und getätigten Aussagen auch bei der Gesellschaft
Überlegungen zu möglichen Synergien im Bereich der Entwicklung neuer
Technologien geben. Indes waren diese zum Stichtag noch nicht hinrei-
chend konkretisiert, um nach den Grundsätzen der Wurzeltheorie bei der
Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts einfließen zu können. Der
hierfür genannte Grund, dass für den 1.7.2021 vorgesehene Closing nicht
gefährden zu wollen, muss dabei als nachvollziehbar angesehen werden.

- i. Die Ansätze eines technischen Übergangsjahres 2026 und der sich ab 2027 ff.
anschließenden Ewigen Rente müssen nicht angepasst werden, weil sie als
plausibel einzustufen sind.
- (1) Nicht beanstandet werden kann die Zwischenschaltung des Übergangsjah-
res 2026. Mithilfe dieses technischen Planjahres kann die Ableitung des
Terminal Value unter Einbeziehung der erwarteten durchschnittlichen Ge-
schäftsentwicklung mehrerer Geschäftsjahre erfolgen. Die MAN SE unter-
liegt angesichts ihrer Zuordnung zur Investitionsgüterindustrie zyklischen
Einflüssen. In einer zyklischen Branche kann nicht von einer fortlaufend po-
sitiven Entwicklung ab dem Höchstniveau ausgegangen werden, sondern
es ist eine die Zyklizität der Ergebnisse beachtende Durchschnittsbetrach-
tung für das zu bewertende Unternehmen anzustellen (so ausdrücklich OLG
München, Beschluss vom 9.6.2015, Az. 31 Wx 246/14). Demgemäß muss
das nachhaltige Ergebnis dem eines durchschnittlichen Jahres entspre-
chen; andernfalls würden Boom- ebenso wie Rezessionsphasen eines Zy-
klus als Dauerzustand in die Zukunft fortgeschrieben, was nicht den Realitä-
ten der Nutzfahrzeugbranche entspricht. Andererseits muss aber die Pla-
nung auch nicht um eine Grobplanungs- oder Konvergenzphase erweitert
werden, nachdem ein Zeitraum von fünf Jahren zur Abbildung eines Zyklus
als ausreichend angesehen werden muss. Würde man am Ende des letz-
ten Planjahres der Phase I an der Talsohle aufsetzen, käme es zu einer
systematischen Unterschätzung des Unternehmenswertes. Befände man
sich zu diesem Zeitpunkt dagegen am Ende einer konjunkturellen Hochpha-

se, würde das abzuleitende Ergebnis für die ewige Rente überschätzt. Folglich ist auf einen Mittelwert aufzusetzen, der technisch im Planjahr 2026 abgebildet wird.

- (a) Für das technische Planjahr 2026 wurde der Durchschnitt des Niveaus des Umsatzes und der operativen Rente abgeleitet, wie dies in den Jahren 2021 bis 2025 in den beiden operativen Unternehmensbereichen der _____ und von MAN Latin America in die Planung eingeflossen ist. Für den Unternehmensbereich „Sonstige“ wurden Optimierungsmaßnahmen, die im Zeitablauf eine Verbesserung des Ergebnisses mit sich bringen sollen, berücksichtigt.
- (b) Aus der Tatsache eines Rückgangs des EBIT um € 173 Mio. oder 14 % im Übergangsjahr lässt sich kein Rückschluss auf die Fehlerhaftigkeit des EBIT in diesem Jahr ableiten. Auch hier muss gelten, dass das EBIT die langfristige durchschnittliche Geschäftsentwicklung abbildet und dieses dem Durchschnitt der Jahre eines Zyklus in gleicher Weise entsprechen muss wie der Umsatz. Das Jahr 2025 bildet das Ende einer Wachstumsphase gerade beim Umsatz ab, wobei sich angesichts der zu den hohen Wachstumsraten führenden Einführung neuer Serien und der Weiterentwicklung des bestehenden Produktportfolios die Attraktivität der MAN SE im Vergleich zu Wettbewerbern mit der Folge einer verbesserten Marktpositionierung erhöhen soll. Im Zusammenspiel mit Kostensenkungsmaßnahmen soll sich die Profitabilität kontinuierlich erhöhen. Dies schlägt sich in einem Anstieg der operativen Ergebnismarge von minus 3,3 % im Jahr 2021 auf 7,5 % im Jahr 2025 nieder, wobei diese Profitabilität die für die vorangegangenen Planjahre erwartete Profitabilität ebenso übersteigt wie die durchschnittlich in der Vergangenheit beobachtete Profitabilität. Allerdings muss die Annahme des Vorstands, ein etwaiger auf der Grundlage der Attraktivität des Produktportfolios bestehender Wettbewerbsvorsprung werde sich sukzessive wieder reduzieren, als realistische Einschätzung bezeichnet werden. Auch die Wettbewerber

werden neue, ebenfalls attraktive Produkte am Markt platzieren, was negative Auswirkungen auf die erzielbaren Preise hat – bei ähnlicher Qualität kann ein Halten von Marktanteilen ganz entscheidend nur über die Preisgestaltung erreicht werden. Auch wird der Einsatz fremdbezogener Batterien zu tendenziell sinkenden Margen führen. Daher kann das EBIT des Jahres 2025 in Übereinstimmung mit der Beurteilung durch die Abfindungsprüfer nicht als nachhaltig eingestuft werden. Folglich ist das unter dem des Jahres 2025 liegende EBIT im technischen Planjahr 2026 mit 6,9 % als angemessen zu beurteilen und kann daher auch als Basis für die Ableitung des Terminal Value herangezogen werden.

- (2) Auf dieser Grundlage des technischen Übergangsjahres, das gerade nicht mit der anzunehmenden Entwicklung des Jahres 2026 gleichzusetzen ist, erfolgt die Ableitung der Ewigen Rente mit einem Umsatz von 15.944 Mio. € und einem Beteiligungsergebnis von 1.108 Mio. €. Dabei kann am Ende des technischen Jahres von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden.
- (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 verändern, wobei diesem Umstand mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird. 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;

Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 72; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 126). Dieser Zustand konnte bei der MAN SE am Ende des Übergangsjahres bereits bejaht werden.

- (b) Die Detailplanung für die Jahre 2021 bis 2025 basiert auf der Annahme, der Konzern der MAN SE werde durch die Einführung neuer Serien und die kontinuierliche Weiterentwicklung des Produktportfolios seinen Marktanteil ausbauen und Margensteigerungen am Markt durchsetzen. Mittel- bis langfristig geht die Gesellschaft jedoch davon aus, dass auch die Wettbewerber mit neuen attraktiven Produkten am Markt auftreten und sich daraus negative Folgen für die eigene Produktplatzierung ergeben. Angesichts dessen sind zum Ende der Detailplanungsphase erzielte Margenverbesserungen nicht als nachhaltig zu bezeichnen.
 - (c) Den Annahmen zum Umsatz fehlt nicht die Plausibilität, nachdem aus den soeben genannten Gründen gerade nicht die Werte des letzten Planjahres 2025 fortgeschrieben werden konnten.
- (3) Die im Terminal Value wie auch im Übergangsjahr angenommene EBIT-Marge von 6,9 % muss angesichts ihrer Plausibilität nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre verändert werden.
- (a) Eine solche Notwendigkeit ergibt sich namentlich nicht aus dem Unterschreiten der strategischen Zielmarge von 8,0 %, von der der Vorstand erhoffte, sie langfristig erreichen zu können, ohne dass aber entsprechende Maßnahmen bereits hinreichend sicher eingeleitet gewesen wären. Die Ableitung dieser Marge erfolgte vor dem Hintergrund der neuen Herausforderungen, vor denen die MAN SE in der Ewigen Rente stehen wird und die sich vor allem aus den Trends zur weiteren Entwicklung alternativer Antriebe insbesondere im Bereich der Elektromobilität sowie zum autonomen Fahren und zur Digitalisie-

rung ergeben, die in der Detailplanungsphase nicht vollständig abgebildet werden konnten. Einfluss auf die nachhaltige Profitabilität werden neben den steigenden Entwicklungsaktivitäten zur Erhöhung des Anteils elektrisch angetriebener Nutzfahrzeuge vor allem die Kosten der Batteriebeschaffung haben. Da eine eigene Batteriezellenfertigung durch die Gesellschaft nicht konkret geplant war, müssen die Batteriezellen fremdbezogen werden mit den bereits genannten Folgen einer steigenden Fertigungsmaterialquote und einer sinkenden eigenen Wertschöpfung. Diese Umstände wirken sich – wie der Kammer auch aus einem anderen Spruchverfahren bekannt ist – ungünstig auf die zukünftige Marge aus. Zudem verstärken die Trends zur Elektromobilität und zum autonomen Fahren die erforderliche Transformation des Konzerns von einem reinen Nutzfahrzeughersteller hin zu einem integrierten Hard- und Softwareanbieter – schließlich benötigen die neuen Technologien zunehmend Softwarekomponenten, die zugekauft oder selbst entwickelt werden müssen. Diese neuen Trends eröffnen Raum für neue Geschäftsmodelle und neue Marktteilnehmer von außerhalb der Branche der etablierten Nutzfahrzeughersteller, die dadurch unter Druck gesetzt werden. Auch dieser Eintritt neuer branchenfremder Wettbewerber erhöht den Druck auf die Margen.

- (b) Weiterhin kann die angesetzte EBIT-Marge von 6,9 % auch deshalb nicht als zu pessimistisch angesehen werden, weil die Jahre 2026 ff. durch eine hohe Unsicherheit und Volatilität geprägt sind. Die Preise für Lkw mit Elektroantrieb ließen sich im Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht belastbar abschätzen; allerdings werden sie voraussichtlich steigen, weil auch die Preise für die Technologie, insbesondere für Batterien steigen werden. Daher ist fraglich, wie sich der Total Cost of Ownership gerade auch im Vergleich zum Verbrennermotor entwickeln wird und wie der Markt auf diese Entwicklung reagieren wird. Durch das autonome Fahren und die Elektromobilität kommen zunehmend disruptive Elemente in das traditionelle Geschäft mit Nutzfahr-

zeugen, die zu einer höheren Volatilität führen und neue Wettbewerber auf den Markt bringen werden. Die Höhe der Entwicklungsaufwendungen für die neuen Technologien war zum maßgeblichen Stichtag nicht bekannt gewesen. Darüber hinaus unterliegt das Lateiname-rika-Geschäft starken Schwankungen mit Auf- und Abwärtsbewegungen als Folge der politischen und damit auch wirtschaftlichen Instabilität der Region. Da aber andererseits ab 2022 von einer Stabilisierung des Marktumfelds in Europa und auch in Lateinamerika ausgegangen wird, beeinflusst eine zeitlich begrenzte schlechtere Konjunktur die Bewertung insoweit nicht

Die Tatsache eines unterhalb des EBIT der Jahre 2024 und 2025 liegenden EBIT im Terminal Value ist – wie bereits ausgeführt – dem zyklischen Charakter des Nutzfahrzeuggeschäfts geschuldet.

- (c) Das angenommene Umsatzwachstum von 0,5 % in der Ewigen Rente ist nicht zu niedrig angesetzt. Diesem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass es der Gesellschaft nur eingeschränkt gelingen wird, inflationsbedingte Kostensteigerungen weiterzugeben, was auf das Nachziehen von Wettbewerbern bei der Weiterentwicklung des Produktportfolios und der Zyklizität des Nutzfahrzeugmarktes zurückzuführen ist. Zudem ist der Nutzfahrzeugmarkt in Europa wie auch in Lateinamerika weitestgehend konsolidiert und unterliegt einer hohen Wettbewerbsintensität. Auch in diesem Zusammenhang muss der zunehmende Anteil von Elektromobilität im Antriebsstrang gesehen werden, was wiederum den Anteil fremdbezogener Komponenten wie beispielsweise von Batteriezellen steigen lässt und zu einer Verringerung der Fertigungstiefe führt. Auch bei der Digitalisierung und für das autonome Fahren werden Softwarekomponenten verstärkt zugekauft werden müssen. Die durch diese Trends geschaffenen neuen Geschäftsmodelle eröffnen wiederum Raum für veränderte Geschäftsmodelle und neue Wettbewerber, was wiederum etablierte Hersteller wie die MAN SE und ihre Tochterunternehmen unter Druck setzt. Da-

her werden inflationsbedingte Kostensteigerungen langfristig nur eingeschränkt überwältzt werden können. Zudem wird zur Begründung der Angemessenheit des Wachstums der Umsätze auch auf die Ausführungen zum Wachstumsabschlag unter B. II. 2. c. verwiesen.

- (d) Im Terminal Value wurde für Sinotruk Ltd. ein Beteiligungsergebnis in Höhe von rund 207 Mio. € angesetzt, das auf dem letzten Planjahr 2025 beruht und mit der Wachstumsrate von 0,5 % fortgeschrieben wird.

Die Annahmen zur Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote müssen angesichts der zugrunde liegenden plausiblen Annahme weder in der Detailplanungsphase noch im Terminal Value angepasst werden.

- (1) Üblicherweise wird angenommen, dass sich die Ansätze zur Ausschüttung und Thesaurierung der Jahresüberschüsse an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren haben (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/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 88; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., § 5.49). Davon wurde auch bei der MAN SE ausgegangen, weil dort die vom Vorstand der Gesellschaft im Rahmen der Planung angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % angenommen wurde.

Ein gesonderter Wertbeitrag aus Thesaurierung musste für den Zeitraum von Phase I nicht angesetzt werden. Die Thesaurierungen wurden nach der Planung vollständig zur Rückführung von Finanzverbindlichkeiten herangezogen. Daher sinkt der Verschuldungsgrad im Zeitverlauf hin bis zur Ewigen Rente, was einen niedrigeren Beta-Faktor und damit einen höheren Unternehmenswert nach sich zieht, weshalb ein nochmaliger gesondert festzusetzender Wertbeitrag aus Thesaurierung nicht erfolgen darf. Anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung im Zähler und im

Nenner des Bewertungskalküls.

- (2) In der Ewigen Rente konnte ebenfalls eine Ausschüttungsquote von 50 % angenommen werden. Dabei wurde zum einen auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abgestellt, was bereits als sachgerecht zu bezeichnen ist (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/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 89; Hachmeister/Ruthardt/Mager DB 2014, 1209, 1211 f.). Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sich nach ihrer Analyse für den Referenzzeitraum von 2010 bis 2020 eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 47,1 % für den DAX und von 52,7 % für den MDAX errechnen ließ. Zudem legten die Bewertungsgutachter, was auch die Abfindungsprüfer bestätigten, die konstant geplante Ausschüttungsquote von 50 % aus der Phase I sowie das Ausschüttungsverhalten von Vergleichsunternehmen zugrunde. Selbst wenn sich daraus eine etwas geringere Ausschüttungsquote ergeben sollte, führt dies nicht zur Fehlerhaftigkeit und damit Korrekturbedürftigkeit der Annahmen zur Ausschüttung und Thesaurierung der Ergebnisse. Auch wenn das Abstellen auf die Peer Group in der Literatur als Alternative zugrunde gelegt werden kann (vgl. Jonas FB 2007, 461), entspricht es einer in der Wissenschaft und Praxis anerkannten Methode, die Ausschüttungspolitik und damit die Ausschüttungsquote des Bewertungsobjekts äquivalent zum Ausschüttungsverhalten bei der Alternativanlage zu ermitteln (vgl. Baetge/König/Schulz/Wiese in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 517). Dann aber ist auch die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % nicht zu korrigieren.

- (3) Die Bewertungsgutachter von nahmen eine unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner vor, wobei die wachstumsbedingte Thesaurierung nach den Erkenntnissen von und sachgerecht abgeleitet wurde.
- (a) Der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung 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; 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 Ge-

sellschaft 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 Wachstumsabschlags 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.

Ein Abzug von Unternehmensteuern konnte in diesem Zusammenhang nicht erfolgen. Ein solches Vorgehen zöge eine Verminderung des wirtschaftlichen Eigenkapitals als Bemessungsgrundlage für die Wachstumsthesaurierung nach sich. Zum Ausgleich müsste ceteris paribus ein laufender in Marktwerten gemessener Anstieg des Verschuldungsgrades angenommen werden. Zudem wird die Wachstumsthesaurierung aus dem Jahresüberschuss gebildet, der naturgemäß ein Wert nach Unternehmensteuern ist. Auch kennt das deutsche Steuerrecht keine Steuerermäßigungen für Thesaurierungen. Zwar führt die anteilige Deckung der Finanzierungslücke durch Fremdkapital zu einer höheren Zinsbelastung und damit verbunden geringerem Steueraufwand. Allerdings lässt sich ein Abzug von Unternehmensteuern vom Betrag der Wachstumsfinanzierung damit nicht rechtfertigen. Eine weitergehende Belastung des Betrags der Wachstumsthe-

saurierung lässt sich nicht aus dem Argument herleiten, dass die verbleibenden Mittel der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr dienen. Die auch über eine Wachstumsthesaurierung jährlich steigenden Überschüsse unterliegen ihrerseits ceteris paribus jährlich steigenden Unternehmensteuerbelastungen. Demgemäß haben die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme darauf verwiesen, dass in der Bewertungspraxis und der Literatur ein derartiger Abzug von Unternehmenssteuern nicht befürwortet wird.

- (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 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; König in: Peemöller, Praxis-handbuch 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 Vollaus-

schüttung 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; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshand-

buch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 12.175; 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 MAN SE wie folgt dar:

MAN Konzern I GuV in Mio. EUR	FC 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Ewige Rente
Umsatzerlöse	13.437	13.620	15.120	16.453	17.050	15.865	15.944
<i>Umsatzwachstum</i>	24,0 %	1,4 %	11,0 %	8,8 %	3,6 %	(6,9)%	0,5 %
 Direkt zuordenbare Aufwendungen	 (9.479)	 (9.303)	 (10.181)	 (10.969)	 (11.377)		
Bruttoergebnisbeitrag	3.957	4.317	4.939	5.484	5.672		
 Fixe Aufwendungen	 (3.893)	 (3.263)	 (3.330)	 (3.475)	 (3.573)		
Abschreibungen	(599)	(637)	(711)	(774)	(821)		
Operatives Ergebnis / EBIT	(535)	417	898	1.236	1.278	1.103	1.108
 Hinzurechnung PPA Abschreibung	 10	 10	 10	 10	 10	 -	 -
Beteiligungsergebnis	355	260	291	309	326	328	444
Finanzergebnis	(67)	(70)	(67)	(66)	(61)	(92)	(82)
Ergebnis vor Unternehmensteuern	(237)	618	1.132	1.489	1.553	1.339	1.469
 Unternehmensteuern	 (1)	 (88)	 (240)	 (345)	 (357)	 (321)	 (327)
Steuerersparnis aus PPA Abschreibungen							1
Steuerersparnis aus Abschreibungen interner Reorganisation							7
Ergebnis nach Unternehmensteuern	(239)	531	892	1.144	1.196	1.018	1.150
 Wachstumsthesaurierung							(24)
<i>Ausschüttungsquote</i>		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	16	265	446	572	598	509	575
Ertragsteuer auf Ausschüttung	(4)	(70)	(118)	(151)	(158)	(134)	(152)
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	550
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung und Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-	-	-	(82)
Zu kapitalisierende Ergebnisse	12	195	328	421	440	375	891

- 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 2021 auf 7,13 %, im Jahr 2022 auf 7,28 %, im Jahr 2023 auf 7,10 %, im Jahr 2024 auf 7,05 %, im letzten Planjahr 2025 auf 6,93 %, im Übergangsjahr 2026 auf 6,73 % sowie im Terminal Value auf 6,06 % festgesetzt und dementsprechend im Vergleich zum Bewertungsgutachten und zum Prüfungsbericht angepasst werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007, 287, 290; NJW-RR 2014, 473, 474; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 13305/22 e; Laas WPg 2020, 1256, 1257). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend den gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

a. Der Basiszinssatz war dabei mit 0,3 % vor Steuern anzusetzen.

- (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 Zero-bonds 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 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 weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München 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; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 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 aber, dass hier eben 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). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

- (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; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19).

- (3) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I Der Konzern 2020, 311, 313 f.; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom

6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11). Dies gilt umso mehr, als das Bundesverfassungsgericht mit Urteil vom 15.11.2023, Az. 2 Bvf 1/22 die Vorgaben zur Kreditaufnahme des Bundes deutlich präzisiert hat, was eine strikte Einhaltung der „Schuldenbremse“ nach sich zieht. Namentlich die Vorschrift des Art. 115 Abs. 2 Satz 6 GG gebietet eine voll umfänglich Prüfung, inwieweit die Voraussetzungen für eine notlagenbedingte Kreditaufnahme erfüllt sind. Zudem gelten die allgemeinen haushaltsrechtlichen Grundsätze der Jährlichkeit und Jährigkeit sowie bei dem grundsätzlichen Verbot der strukturellen Neuverschuldung nach Artikel 109 Abs. 3, 115 GG als auch bei der notlagenbedingten Kreditaufnahme, die sich der Kontrolle des Staates entzieht (vgl. BVerfG NJW 2023, 3775, 3782 f. = WM 2023, 2236, 2242 f. = NVwZ 2023, 1892, 1898 f.).

- (4) Die Erhöhung des Basiszinssatzes um 0,1 Prozentpunkte von 0,2 % auf 0,3 % vor Steuern erfordert keine Anpassung der Planzahlen. Die im Zusammenhang mit der Stichtagserklärung geführten Gespräche zeigten nach der Aussage von dass weder höhere Finanzierungskosten noch höhere Inflationserwartungen festgestellt werden konnten. Auch im Terminal Value kann nicht davon ausgegangen werden, dass die geringfügige Erhöhung des Basiszinssatzes die Schlussfolgerung zuließe, die Gesellschaft könne Kostensteigerungen in größerem Umfang an ihre Kunden weiterreichen. Eine Inkonsistenz von Zähler und Nenner des Bewertungskalküls kann somit nicht bejaht werden.

- 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 im Geschäftsjahr 2021 auf 6,91 %, im Jahr 2022 auf 7,06 %, im Jahr 2023 auf 6,88 %, im Jahr 2024 auf 6,83 %, im letzten Planjahr 2025 auf 6,70 %, im Übergangsjahr 2026 auf 6,50 % sowie im Terminal Value auf 6,34 % jeweils nach Steuern 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 fänden und 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.

(aa) 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 Aktien-

renditen 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.

- (bb) 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 soll. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen aus dem Verfahren vor der erkennenden Kammer 5HK O 16226/08 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 Unter-

nehmen 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.

- (cc) 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.

- (a) 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.
- (aa) 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 Gesamterwartung sei tatsächlich bereits in den Jahren 2012/2013 leicht gesunken; der Rückgang stehe jedoch in kei-

nem Verhältnis zum Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Ausgehend von einer aktuellen Gesamterwartung 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 Gesamterwartung beruht auf einer vom FAUB vorgenommenen Analyse verschiedenster Methoden, wobei namentlich historisch gemessene Aktienrenditen, langfristig 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 Basiszinssatzes und die darauf beruhende Anpassung der Bandbreitenempfehlung deutlich stärker ausfiel als die Erhöhung der Marktrisikoprämie.

- (bb) Diese Nach-Steuer-Marktrisikoprämie entspricht unter Berücksichtigung der Ausschüttungsquote von 50 % einer Marktrisikoprämie vor Steuern in Höhe von 7,15 % bei einem Basiszinssatz von 0,3 % vor Steuern. Dieser Wert liegt nur geringfügig

über dem Mittelwert der vom FAUB des IDW veröffentlichten Empfehlung vom 25.10.2019 mit einer Bandbreite zwischen 6,0 % bis 8,0 %.

- (cc) Aus der Entwicklung des VDAX seit Anfang 2019 lässt sich kein Rückschluss auf eine zu hoch angesetzte Marktrisikoprämie ziehen. Ein höherer VDAX deutet auf steigende Unsicherheiten an den Kapitalmärkten hin. Im Zeitpunkt der Empfehlung des FAUB des IDW lag der VDAX unterhalb dem des VDAX zum Bewertungsstichtag. Ein steigender VDAX bedeutet dann aber gerade keinen Hinweis auf ein gesunkenes Risiko. Auch vor diesem Hintergrund ist es nicht fehlerhaft, wenn im Rahmen der Schätzung der Marktrisikoprämie nach Steuern auf den Mittelwert der Empfehlung des FAUB abgestellt wird (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13.9.2021, Az. 26 W 1/19 (AktE; AG 2018, 679, 681 = Der Konzern 2019, 92, 96).
- (dd) 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 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 Sachverständigengutachten 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 handele 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 (objektivierten) 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.

- (ee) Den zum Teil in der Literatur erhobenen Forderungen nach einer globalen Marktrisikoprämie (vgl. Ruiz de Vargas in BewP 2024, 2 ff.) vermag die Kammer nicht zu folgen. 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 Ba-

siszinssätze 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. Bei einem ausländischen Peer Group-Unternehmen lässt man die Kursveränderungen auch gegen den jeweils größten nationalen Index laufen, so dass hier auch nicht der von Deutschland herangezogen wird. Dann hat man einen Währungsraum und kann daraus auch Rückschlüsse auf das operative Risiko ziehen. Abgesehen davon kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich diese Methode in der Bewertungspraxis durchgesetzt hätte (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17.4.2023, Az. I W 2/20 [Akte]; LG Stuttgart, Beschluss vom 12.9.2022, Az. 31 O 12/17 KfH SpruchG).

- (c) Korrekturbedarf besteht indes beim Beta-Faktor. Der unverschuldete Beta-Faktor muss auf 0,89 herabgesetzt werden, weil die Antragsgegnerin in die Peer Group aufgenommen werden muss, während den Unternehmen Sinotruk Ltd., Dongfeng Motor Group Co. Ltd. und Tata Motors Ltd. die Vergleichbarkeit mit der MAN SE fehlt.

Der Beta-Faktor soll die individuellen Risiken des Unternehmens im Vergleich zum durchschnittlichen Marktrisiko abbilden. Er ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Dabei kann der historische Verlauf der zu bewertenden Aktie ebenso wie derjenige der Peer Group allenfalls Grundlage für die Schätzung des Beta-Faktors sein; es muss insbesondere auch berücksichtigt werden, inwieweit für die Zukunft Veränderungen erwartet werden, die das systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens beeinflussen (vgl. OLG Karlsruhe der Konzern 2024, 2012, 2020; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 6.91).

(aa) Der unternehmenseigene Beta-Faktor der MAN SE konnte vorliegend nicht herangezogen werden, weil er kein geeigneter Maßstab ist, um die mit dem Geschäftsmodell der Gesellschaft einhergehenden künftigen systematischen Risiken abzubilden. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Aktie der MAN SE hinreichend liquide war. Im Zeitraum zwischen dem Bestehen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vom 16.7.2013 bis zum 1.1.2019 wies der Börsenkurs der Gesellschaft allerdings einen relativ stabilen Verlauf mit geringen Kursschwankungen auf, nachdem er zuvor ab dem 1.1.2010 eine erhebliche Volatilität aufwies. Diese Stabilität beruhte auf dem Bestehen einer Garantiedividende in Form des Ausgleichs für die außenstehenden Aktionäre sowie auf der bis zwei Monate nach Beendigung des Unternehmensvertrages fortbestehende Andienungsmöglichkeit durch die außenstehenden Aktionäre an die Antragsgegnerin zum Preis von 90,92 €; daran orientierte sich der Börsenkurs. Dann aber kann der Verlauf mit einem originären Beta-Faktor, der einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen oder wöchentlichen Renditeintervallen umfasst, nicht das operative Risiko der Gesellschaft widerspiegeln. Die Aktienkurse bilden sich angesichts des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Andienungsmöglichkeit nicht verzerrungsfrei. Nach der Kündigung des Vertrages dagegen zeigten sich die Aktienkurse deutlich volatiler. In einem Zeitraum vom 5.3.2019 bis zum 27.2.2020 fiel der Aktienkurs von 88,55 € auf 37,20 €, mithin um rund 58 %. Im gleichen Zeitraum hat sich der CDAX um etwa 5 % und der MSCI World Index um rund 4 % verbessert. Der Kurs ab dem 28.2.2020, also dem Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze out, muss aufgrund danach entstehender spekulativer Interessen als verzerrt und damit nicht aussagekräftig eingestuft werden.

Auch kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Entwicklung im Zwei-Jahres-Zeitraum auf Basis wöchentlicher Betrachtungen statistisch nicht signifikant war. Bei einer Regression gegen den lokalen Index ergibt sich ein Bestimmtheitsmaß R^2 von 0,02 bei einem wöchentlichen Betrachtungszeitraum über zwei Jahre und von 0,03 bei einem Zeitraum von fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und von 0,1 bei fünf Jahren mit monatlichen Intervallen. Auch wenn Bedenken bestehen, die Aussagekraft des Börsenkurses für den unternehmenseigenen Beta-Faktor allein auf Basis solcher statistischer Kriterien zu beurteilen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 608), sprechen diese Werte gegen die hinreichende Belastbarkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors, nachdem dieses für die beiden soeben beschriebenen Zeiträume zwischen 0,02 und 0,1 lag. Das Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Die ermittelten Werte besagen also, dass das Risiko der Aktie nur zwischen 2 % nur höchstens 10 % durch Marktfaktoren bestimmt war.

Gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors der MAN SE spricht auch ein Vergleich mit der Börsenkursentwicklung der Peer Group-Unternehmen. Deren Kursverlauf zeigt sich sehr viel volatil als der Kurs der Aktien der MAN SE; sie zeigen gerade auch im Vergleich ab März 2019 und dann auch im Zeitraum ab Ende 2019, als sich der Aktienkurs der Gesellschaft relativ stabil entwickelt, sehr viel stärkerer Schwankungen mit zum Teil starken Ausschlägen nach oben, wie der auf Seite 40 der Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 17.5.2023 aufgenommenen Grafik zu entnehmen ist.

(bb) Daher musste der Beta-Faktor über eine Peer Group ermittelt werden. 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). Ein in jeder Hinsicht vergleichbares Risikoprofil mit der MAN SE konnte nicht festgestellt werden; eine absolute Deckungsgleichheit der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch kann dies gefordert werden, worauf auch der Prüfungsbericht und die schriftliche Stellungnahme von hinweisen.

Als Kriterium für die Bejahung der Vergleichbarkeit zogen die Abfindungsprüfer einen Umsatzanteil des Nutzfahrzeuggeschäfts von mindestens 20 % heran, was die wesentlichen Wettbewerber in Europa und Lateinamerika – die Daimler AG, Volvo AB und CNH Industrial N.V. – erfüllten, die demgemäß auch in die Peer Group aufgenommen wurden. Neben diesem „harten“ Kriterium des Umsatzanteils zogen die Abfindungsprüfer aber auch „weiche“ oder qualitative Kriterien wie die Wettbewerbssituation, die geografische Präsenz und die Produktpalette heran, ohne dabei allerdings eine feste Grenze anzunehmen. Eine Einteilung, bei der der Beta-Faktor und dessen Gewichtung beim Beta-Faktor nach dem Nutzfahrzeuganteil erfolgt, kann dagegen nicht als sachgerecht bezeichnet werden, weil die Abfindungsprüfer nicht nur das eine Unternehmen, sondern auch unterschiedliche Absatzmärkte betrachtet und demzufolge die Peer Group weiter gefasst haben. Eine schematische Einteilung wurde dabei nicht vorgenommen, sondern jedes einzelne Unternehmen auf seine Vergleichbarkeit mit dem Bewertungs-

objekt untersucht.

Unter Berücksichtigung dieser Kriterien war auch die Antragsgegnerin als Hersteller schwerer Lkw mit einem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,64 bei einer Regression gegen den größten nationalen Index und von 0,77 bei einer Regression gegen den MSCI World Index bei einem jeweils zweijährigen Betrachtungszeitraum aufzunehmen. Für die Antragsgegnerin konnten allerdings nur diese beiden Beta-Faktoren abgebildet werden, weil über einen Referenzzeitraum von fünf Jahren mangels Börsennotiz keine entsprechenden Beta-Faktoren verfügbar waren. Der Ansatz eines fünfjährigen Beobachtungszeitraums war damit nicht möglich. Diese Vorgehensweise, wonach bei einzelnen Peer Group-Unternehmen, bei denen nur ein Beta-Faktor aus einem der beiden üblicherweise angesetzten Zeiträumen von zwei bzw. fünf Jahren aussagekräftig ist und dann nur dieser Beta-Faktor über diesen Beobachtungszeitraum herangezogen wird, ist der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt, weshalb in dieser Vorgehensweise, die auch von den Abfindungsprüfern als generell übliche Vorgehensweise bezeichnet wurde, kein Fehler gesehen werden kann.

Die Vergleichbarkeit der Antragsgegnerin muss bejaht werden. Sie erfüllt das harte Umsatzkriterium von mehr als 20 % angesichts der von ihr gehaltenen Beteiligungen insbesondere auch an Scania AB als einem oder dem führenden Hersteller schwerer Lkw in dem Bereich Vehicles and Services, wobei Scania AB im Bereich Lkw 54 % und im Bereich Busse 7 % des Umsatzerlöses des Jahres 2020 erwirtschaftete. Ebenso ist Scania AB hinsichtlich der regionalen Verteilung der Umsatzerlöse mit einem Anteil von 65 % in Europa und 13 % in Amerika gut mit der MAN SE vergleichbar, so dass sich dies auch auf die Antragsgegnerin als Muttergesellschaft der Scania AB auswirken

muss. Die Tatsache, dass Scania AB nur schwere Lkw baut, während die MAN SE ein Vollsortimenthersteller ist, steht der Aufnahme der Antragsgegnerin in die Peer Group ebenso wenig entgegen wie unterschiedliche Einsatzbereiche der Fahrzeuge, nachdem Lkw der MAN SE im Gegensatz zu denen der Scania AB auch im Kurzstreckenbereich eingesetzt werden. Eine absolute Übereinstimmung der Vergleichsunternehmen mit dem Bewertungsobjekt kann entsprechend den obigen Ausführungen gerade nicht verlangt werden. Daher kann der Aufnahme der Antragsgegnerin auch nicht entgegen gehalten werden, dass bei ihr angesichts deutlich höherer Margen eine etwas andere Margensituation gegeben sei und die Scania AB im Gegensatz zur MAN SE auch Finanzdienstleistungen anbietet, wobei dieses Segment im Vergleich zum Industriegeschäft, das auch die Scania AB prägt, einen vergleichsweise geringeren Anteil einnimmt.

Die Antragsgegnerin wies zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung eine hinreichende Zahl von Datenpunkten auf, um einen zweijährigen Beta-Faktor abzubilden, nachdem ihre Aktien seit dem 28.6.2019 am Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt wurden. Allgemein wird davon ausgegangen, dass mehr als 50 Datenpunkte erforderlich sind, um eine aussagekräftige Regression zu erhalten. Allein aus dem Umstand, dass die Antragsgegnerin am 7.11.2020 den Erwerb der Anteile an Navistar, Inc. bekanntgab, lässt sich angesichts des Kursverlaufs der Antragsgegnerin nicht herleiten, dass es zu einer so starken Verzerrung gekommen sein könnte, als dass der Beta-Faktor der Antragsgegnerin nicht mehr aussagekräftig sein könnte. Der Aktienkurs verlief seit etwa März/April 2020 tendenziell ansteigend mit lediglich zwei kleineren Rücksetzern im Juli/August und im Oktober 2020. Die Pandemie betraf ab Anfang des Jahres 2020 alle Hersteller glei-

chermaßen; ähnliche Entwicklungen können auch für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden, die drastische negative Auswirkungen auf die Unternehmen und die Kapitalmärkte haben. Die Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Antragsgegnerin und der MAN SE erfolgte am 22.8.2018 mit Wirkung zum 1.1.2019, weshalb nurmehr zwei Monate nach der am 3.1.2019 erfolgten Bekanntmachung der Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Möglichkeit der Andienung der Aktien der MAN SE an die Antragsgegnerin bestand. Da aber die Börsennotiz im Prime Standard der Frankfurter Börse erst mehr als drei Monate später erfolgte, kann die Kursentwicklung der Aktie der Antragsgegnerin hiervon nicht mehr beeinträchtigt sein.

Die Kammer hält es andererseits nicht für sachgerecht, das operative Risiko der MAN SE alleine und ausschließlich aus dem Beta-Faktor der Antragsgegnerin herzuleiten, wobei dies ungeachtet der auch von im Termin zur mündlichen Verhandlung bestätigten guten Vergleichbarkeit und ihrer Schlussfolgerung gilt, bei einer genügenden Zahl von Datenpunkten könne die Antragsgegnerin in die Peer Group aufgenommen werden. Alle bei der Herleitung des Beta-Faktors zu berücksichtigenden Vergleichsunternehmen sind durchgehend Wettbewerber der Gesellschaft, weshalb sie auch vergleichbare Risiken am Markt treffen. Im Vergleich zu dem von einigen Antragstellern herangezogenen Fall der Lotto24 AG, bei der ein langer Beobachtungszeitraum mit fünf Ein-Jahresscheiben zur Ableitung des Beta-Faktors herangezogen werden konnte und bei der nur ein Unternehmen in die Peer Group aufgenommen wurde, liegt bei der Antragsgegnerin eine andere Situation vor, nachdem diese erst zwei Jahre vor dem Stichtag die Börsennotiz erlangte. Eine Peer Group aus lediglich einem Unternehmen ist zwar denkbar, wenn tatsächlich nur dieses einzige Unterneh-

men vergleichbar ist. Davon kann beim Vorhandensein unmittelbarer Wettbewerber auf dem Markt der Hersteller von Nutzfahrzeugen einschließlich von Bussen nicht ausgegangen werden. Ebenso wenig hält die Kammer eine stärkere Gewichtung der Antragsgegnerin innerhalb der Peer Group für gerechtfertigt, wie dies in dem von der Kammer entschiedenen Spruchverfahren nach einem Squeeze out bei der Erlus AG angenommen wurde. Dort gab es mit der Wienerberger AG nur einen einzigen unmittelbar vergleichbaren börsennotierten Wettbewerber, während die in eine zweite Peer Group aufgenommenen Unternehmen aus der Baustoffindustrie stammten, die aber ähnlichen Risiken unterlagen und hohe Energiekosten hatten, jedoch nicht im Wettbewerb mit dem Bewertungsobjekt standen. Vorliegend aber stellen alle Vergleichsunternehmen Lkw und Nutzfahrzeuge her und stehen demgemäß im Wettbewerb mit der MAN SE.

Gegen die Ermittlung des Beta-Faktors alleine auf der Basis des unverschuldeten Beta-Faktors der Antragsgegnerin sprechen auch nicht gänzlich zu vernachlässigende Unterschiede zwischen der MAN SE und Scania AB. Als Premiummarke im Nutzfahrzeugbereich verfügt Scania AB über eine bessere Marktpositionierung und einen höheren Anteil an schweren, margenstarken Lkws im Vergleich zur MAN SE. Demgegenüber vertreibt die MAN SE auch fremdbezogene Transporter mit geringeren Margen. Scania AB setzt zudem in besonderem Maße auf Qualität und verfügt über ein sehr breites Serviceangebot und -netzwerk. Zudem bietet Scania AB in dem Geschäftsbereich Financial Services Finanzierungen von Neu- und Gebrauchtwagenkäufen sowie Fahrzeugversicherungen an, die eine höhere Marge als Lkw-Verkäufe haben. Daher weist das Geschäft der Scania AB bei ähnlicher regionaler Ausrichtung eine deutlich höhere Marge aus, während die in den Jahren 2022 bis 2024 geplante operative Rendite der MAN SE mit ihren Toch-

tergesellschaften innerhalb der Bandbreite der Vergleichsunternehmen liegt. Gerade wegen des Finanzierungsgeschäfts fehlt aber ein wichtiger Geschäftsbereich der Scania AB bei dem Bewertungsobjekt, weshalb eine deutlich bessere Vergleichbarkeit, die zur Antragsgegnerin als einzig vergleichbarem Unternehmen führen könnte, nicht angenommen werden kann.

Aus personellen Verflechtungen, der Corporate Governance, dem Geschäftsgebaren, der historischen Entwicklung und dem Sitz lässt sich kein Rückschluss auf die Ähnlichkeit des operativen Risikos ziehen, weil sich dieses aus der Vergleichbarkeit der Geschäftstätigkeit, des Diversifikationsgrades, der Produktlebenszyklen und der regionalen Vergleichbarkeit ergibt.

Aus dem Wertadditivtheorem und der Annahme eines identischen Leverage kann unter Berücksichtigung der Verflechtung der beiden Beteiligungen kein Rückschluss auf einen fehlerhaft angesetzten Beta-Faktor gezogen werden. Dies würde nämlich gleiche Wertverhältnisse der beiden Gesellschaften voraussetzen, wovon indes nicht ausgegangen werden kann. Die MAN SE hat einen Verschuldungsgrad von etwa 50 %, während Scania AB unverschuldet ist. Ebenso wenig lässt sich ein Vergleich zwingend über den EBIT-Anteil der beiden Gesellschaften in Bezug auf die Antragsgegnerin herleiten. Abgesehen davon setzt Wertadditivität in dem Sinne, dass der Wert eines aus zwei Zahlungsströmen kombinierten Zahlungsstroms der Summe der Werte der einzelnen Zahlungsströme entspricht, einen vollkommenen Markt voraus, der indes ein rein theoretisches Konstrukt ist.

Die weitere Entwicklung des Beta-Faktors der Antragsgegnerin bis zum 1.9.2024 über zwei und fünf Jahre ist nicht geeignet, den hier angenommenen Beta-Faktor der Antragsgegnerin infrage zu stellen. Die tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag

ist mit einer ex ante zu erfolgenden Betrachtung nicht vereinbar. Aus demselben Grund kann auch nicht der Beta-Faktor der Daimler Truck AG mit seiner Entwicklung ab Dezember 2023 herangezogen werden. Die Daimler Truck AG wurde erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung abgespalten; ihre Berücksichtigung stünde mithin in Widerspruch zum Stichtagsprinzip, wie es in § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG niedergelegt ist.

Die Daimler AG konnte in die Peer Group einbezogen werden, auch wenn dieses Unternehmen neben Lkw und Bussen auch hochwertige PKW herstellt. Der Anteil der Lkws am Gesamtumsatz des Unternehmens belief sich in den Jahren 2018 und 2019 auf 32,1 % und 31,8 %, so dass das entsprechende harte Kriterium für die Aufnahme in die Peer Group erfüllt war. Der EBIT-Anteil betrug im Jahr 2018 27,9 %, während er lediglich im Jahr 2019 durch einen Verlust aus dem Segment Vans in Höhe von minus 3.085 Mio. geprägt war.

Ebenfalls vergleichbar mit der MAN SE und damit sachgerecht als Vergleichsunternehmen eingestuft wurde PACCAR Inc., nachdem dieses Unternehmen über einen Nutzfahrzeuganteil von 78 % am Umsatz und einen Marktanteil von 14 % in Europa und von 7 % in Lateinamerika bei Lkw mit einem Gewicht von über 6 t verfügt. Die Märkte, in denen PACCAR Inc. tätig ist, unterscheiden sich nicht so stark von denen der MAN SE, als dass eine Vergleichbarkeit abzulehnen wäre. In Nordamerika werden 56 % der Umsatzerlöse erwirtschaftet und damit in einer hoch entwickelten Volkswirtschaft, die durchaus mit den Absatzmärkten in Europa als dem geografischen Schwerpunkt der MAN SE vergleichbar ist. Zudem erwirtschaftet MAN SE nicht unerhebliche Umsatzanteile über ihre Tochtergesellschaft in Südamerika und damit auch außerhalb Europas.

Ebenso konnte CNH Industrial N.V. in die Peer Group aufgenommen werden. Dieses Unternehmen hatte im Lkw-Geschäft im Jahr 2018 einen Umsatzanteil von 36,8 % und im Jahr 2019 von 37,3 %, weshalb das „harte“ Kriterium von mindestens 20 % Anteil am Gesamtumsatz deutlich übertroffen wurde. Zu dieser Unternehmensgruppe gehörten zum Stichtag der Bushersteller IVECO, der ein wesentlicher Wettbewerber der Gesellschaft ist, die Busse vor allem in Südamerika anbietet. Als Bushersteller hat IVECO einen Marktanteil von 19 %. Auch ist CNH Industrial N.V. ein Wettbewerber im Lkw-Bereich angesichts eines Marktanteils in Europa von 10 % und in Lateinamerika von 5 %. Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union führt nicht zum Ausschluss der CNH Industrial N.V. aus der Peer Group. Im Geschäftsbericht des Jahres 2019 verweist dieses Unternehmen zwar auf geschäftliche Aktivitäten auch in Großbritannien; der Brexit werde die globalen Aktivitäten aber nicht wesentlich beeinflussen. Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus dem Umstand, dass CNH Industrial N.V. Landmaschinen herstellt, die nicht zum Produktportfolio der MAN SE gehören. Allerdings werden Landmaschinen auch nur bei guter Konjunkturlage verstärkt abgesetzt, worauf die Abfindungsprüferin während des Anhörungstermins hingewiesen hat. Damit besteht jedenfalls insoweit eine Parallele zum Bewertungsobjekt. Selbst wenn dieses Unternehmen nicht am besten mit der MAN SE vergleichbar ist, rechtfertigt dies indes nicht den Ausschluss aus der Peer Group und die ausschließliche Aufnahme der Antragsgegnerin in die Gruppe der Vergleichsunternehmen.

Isuzu Motors Ltd. ist mit der MAN SE angesichts eines mit 70 % hohen Anteil des Segments Nutzfahrzeuge am Umsatz hinreichend vergleichbar. Der Schwerpunkt des Umsatzes liegt mit 40 % in Japan – mithin in einer ähnlich hoch entwickelten und industrialisierten Volkswirtschaft mit Fertigung und Hochtechnologie.

gien wie die deutsche und wie die europäischen Volkswirtschaften, an denen die MAN SE über ihre Tochtergesellschaften im Lkw-Markt in Europa einen Marktanteil von 16 % und MAN Latin America in Südamerika einen Anteil von etwa 18 % hat; im Busmarkt entfällt auf

ein Marktanteil von etwa 15 %, während MAN Latin America in Südamerika auf einen Marktanteil im Busgeschäft von ca. 19 % kommt. Isuzu Motors Ltd. produziert sowohl schwere und mittlere LKW als auch leichte Nutzfahrzeuge. Da auch die MAN SE ein Vollsortimentanbieter ist, können die leichten Nutzfahrzeuge hier sehr wohl in die Überlegungen zur Vergleichbarkeit einbezogen werden. Allein der Umstand, dass im Bereich der Light Commercial Vehicles von Isuzu Motors Ltd. im Gegensatz zur MAN SE auch Pick up-Fahrzeuge produziert werden, steht dem nicht entgegen. Die Bekanntgabe des Kaufs von japanischen UD Trucks von VOLVO AB durch Isuzu am 18.12.2019 führte in den folgenden zwei Monaten zwar zu leichten Kursverlusten bei Isuzu Motors Ltd.; danach war jedoch ein tendenziell ähnlicher Verlauf der Aktie beider Unternehmen mit dem OMX Stockholm bzw. Topix zu verzeichnen.

Volvo AB muss nicht aus der Peer Group gestrichen werden. Allein der Umstand, dass diese Gesellschaft auch Schiffsmotoren und Baumaschinen herstellt, führt nicht zu ihrem Ausschluss. Der Schwerpunkt der Tätigkeit von Volvo AB liegt in der Produktion schwerer Nutzfahrzeuge, wobei im Nutzfahrzeugmarkt 67 % des Umsatzes erwirtschaftet werden. Neben Beteiligungen an internationalen Joint Ventures in Indien und der Volksrepublik China verfügt dieses Unternehmen über für den Lkw-Markt branchenrelevante Marken wie Volvo Trucks, Renault Trucks und auch Mack; dies gilt ebenso im Baunutzfahrzeugmarkt mit den Marken Volvo oder Terex Trucks sowie im Busbereich mit den Marken Volvo, Prevost und Novabus. Bei dem Geschäft mit Schiffs-

motoren und Baumaschinen handelt es sich gleichfalls um Investitionsgüter in einem zyklischen Geschäft, weshalb sich sogar für diesen Geschäftsbereich durchaus vergleichbare Risiken aus der Konjunkturabhängigkeit ergeben.

Eine absolute Identität oder ein zumindest sehr hoher Vergleichbarkeitsgrad kann bei der Aufnahme in die Peer Group nicht verlangt werden. Anderenfalls könnten beispielsweise auch die Antragsgegnerin mit ihrem Anteil an Scania AB nicht herangezogen werden, weil dieses Unternehmen – im Gegensatz zur MAN SE mit ihrem breiteren Produktportfolio – in erster Linie schwere LKW produziert und auch im Finanzierungsgeschäft tätig ist.

Dagegen konnte Tata Motors Ltd., Group Co. Ltd. nicht in die Peer Group einbezogen werden. Bei diesem indischen Hersteller ergibt sich dies bereits daraus, dass diese Gesellschaft nicht das „harte“ Kriterium von mindestens 20 % Umsatzanteil der LKW am Gesamtumsatz erfüllte. Im Jahr vor dem Stichtag der Hauptversammlung betrug der Umsatzanteil etwa 14 %; im Vorjahr hatte er gerade 20 % erreicht. Dies spricht entscheidend gegen die Aufnahme des Unternehmens. Demgemäß wiesen die Abfindungsprüfer im Termin zur mündlichen Verhandlung auch darauf hin, aus heutiger Sicht würde dieses Unternehmen nicht in die Peer Group aufgenommen. Der zu niedrige Umsatzanteil war im Zeitpunkt der Hauptversammlung bereits erkennbar, weshalb insoweit keine unzulässige ex post-Betrachtung vorgenommen wird.

Die in Hong Kong bzw. der Volksrepublik China ansässigen beiden weiteren Unternehmen Sinotruk Ltd. und Dongfeng Motor Group Co. Ltd. konnten gleichfalls nicht als Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden, auch wenn sie hinreichende Um-

sätze im LKW-Sektor aufwiesen. Der Umstand, es sei ein verstärkter Export in die Volksrepublik China geplant, rechtfertigt alleine noch nicht die Vergleichbarkeit der Unternehmen angesichts sehr unterschiedlicher Absatzmärkte, nachdem es eine Reihe anderer Unternehmen gibt, die sehr viel stärker auf den Märkten engagiert sind, in denen die MAN SE mit ihren Tochtergesellschaften ihre Geschäfte abwickelt. Der Umsatz der Gesellschaft in der Volksrepublik China war zum Stichtag sehr gering. Die Aussagen des Managements gegenüber den Abfindungsprüfern, die Gesellschaft werde verstärkt in die Volksrepublik China exportieren, ist nicht hinreichend konkret, um ein vor allem auf dem chinesischen Markt die Umsätze erzielendes Unternehmen in die Peer Group aufzunehmen. Zudem kann nicht außer Betracht bleiben, dass die Wettbewerber aus den entwickelten Volkswirtschaften gleichfalls in Asien und auch in der Volksrepublik China ihre Produkte absetzen, weshalb die Risiken aus dem chinesischen Markt bereits in der hier anzunehmenden Peer Group abgebildet sind. Dann aber ist es ungeachtet der Beteiligung der Gesellschaft an Sinotruk Ltd. mit einem Anteil von 25 % plus einer Aktie nicht notwendig, dieses Unternehmen zu berücksichtigen. Das operative Risiko der Gesellschaft, die im chinesischen Markt als dem Hauptmarkt der Sinotruk Ltd. im Zeitpunkt des Stichtags der Hauptversammlung sehr geringe Umsätze erwirtschaftete, wird durch diese Beteiligung nicht so stark geprägt, als dass dieses Unternehmen in die Peer Group aufgenommen werden müsste.

Gleichfalls nicht in die Peer Group als weiteres Unternehmen war Hino Motors, weil die Bid-Ask-Spreads nicht hinreichend belastbar waren. Über einen Zeitraum von fünf Jahren lagen sie bei 1,32 % und damit über dem Grenzwert zur Beurteilung einer hinreichenden Liquidität, der bei maximal 1,25 % angesetzt wird. Auch der Wert über zwei Jahre zum Stichtag 30.4.2021

mit 1,15 % nur um zehn Basispunkte innerhalb des maximalen Grenzwerts. Zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung waren die Kriterien der Bid-Ask-Spreads überhaupt nicht erfüllt. Dann aber scheitert die Berücksichtigung dieses Unternehmens an der fehlenden Liquidität der Aktien.

Navistar, Inc. konnte gleichfalls nicht in die Peer Group aufgenommen werden. Bereits am 7.11.2020 hatte die Antragsgegnerin bekannt gegeben, den bislang gehaltenen Anteil von 16,7 % an Navistar, Inc. auf 100 % aufzustocken. Durch die Bekanntgabe der Transaktion kam es zu einer Verzerrung des Kurses dieses Unternehmens, weshalb eine Aufnahme in die Peer Group nicht statthaft sein kann.

Der Beta-Faktor der einzelnen Unternehmen wurde aus dem arithmetischen Mittel einer Regression gegenüber dem jeweils größten nationalen Index und dem MSCI World Index abgeleitet, wobei jeweils zweijährige Beobachtungszeiträume mit wöchentlichen Renditeintervallen und fünfjährige Beobachtungszeiträume mit monatlichen Renditeintervallen herangezogen wurden. Gerade Nutzfahrzeughersteller sind in erheblichem Maße konjunkturellen Schwankungen unterworfen, die durch einen längeren Referenzzeitraum besser abgebildet werden. Strukturbrüche bei den einbezogenen Unternehmen, die gegen einen längeren Beobachtungszeitraum sprechen, sind nicht erkennbar gewesen. Allerdings ist vorliegend auch nicht alleine auf den zweijährigen Beta-Faktor abzustellen, weil die Entwicklung über diesen Zeitraum zwar näher am Stichtag liegt und damit die Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung besser abbilden kann; andererseits aber war gerade dieses Referenzintervall durch die zum Stichtag bereits seit über einem Jahr andauernde COVID-19-Pandemie geprägt. Die Regression gegen den in

US-Dollar gerechneten MSCI World Index erfolgte selbst bei der Notwendigkeit der Berücksichtigung eines Währungsbeta nicht fehlerhaft, weil der MSCI World Index und die Aktienkursentwicklung der Peer Group-Unternehmen jeweils in Euro umgerechnet wurde.

Zur Ermittlung des unverschuldeten Beta-Faktors wurden die verschuldeten Beta-Faktoren der Peer Group-Unternehmen im Wege des Unlevern auf den unverschuldeten Beta-Faktor des jeweiligen Vergleichsunternehmens umgerechnet. Das Unlevern erfolgte dabei sowohl bei den Bewertungsgutachtern von Deloitte als auch bei den Abfindungsprüfern nach der Hamada-Formel. Der unverschuldete Beta-Faktor wurde dabei unter Berücksichtigung sicherer Tax Shields ohne Berücksichtigung des Ausfallrisikos des Fremdkapitals und unter Anwendung eines Net Debt-Ansatzes ermittelt, der als in der Bewertungspraxis üblicher Ansatz einzuordnen ist (vgl. Konold/Schweizer DStR 2017, 558, 560; Eymann Ube 2021, 151, 162). Bei der Ermittlung des Net Debt wurden auf der Basis der Informationen des Finanzdienstleistungsunternehmens Bloomberg kurz- und langfristige Verbindlichkeiten, Nettopensionsverbindlichkeiten, Leasingverbindlichkeiten sowie Kasse und ähnliche Finanzguthaben abgezogen. Angesichts fehlender Informationen zur Bereinigung jedes einzelnen Datenpunktes um den Verschuldungsgrad konnten vereinfachende Annahmen zur Kapitalstruktur getroffen werden; dabei durfte beim Unlevern sinnvollerweise auf eine durchschnittliche Kapitalstruktur abgestellt werden. Zum Vorteil der Minderheitsaktionäre verzichteten die Abfindungsprüfer auf eine negative Nettoverschuldung. Die Sinotruk Ltd. als einziges Unternehmen mit einer negativen Verschuldung konnte nicht in die Peer Group aufgenommen werden, weshalb sich dieses Problem der negativen Verschuldung bei den Vergleichsunternehmen nicht stellte.

Daraus ergibt sich dann ein Beta-Faktor von 0,89 entsprechend der nachstehenden Tabelle:

Unverschuldete Raw Beta Faktoren zum 29.6.2021	lokaler Index	lokaler Index		internationaler Index	
		2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatlich
Daimler AG	CDAX	0,57	0,61	0,66	0,63
Volvo AB	SBX	1,04	1,03	1,14	1,04
Isuzu Motors Ltd	TPXDDVD	1,52	1,43	1,31	1,16
PACCAR Inc	RU30INTR	0,84	0,90	0,84	0,95
CNH Industrial NV	TITLMSE	0,60	0,55	0,65	0,62
	CDAX	0,64	n/a	0,77	n/a
Mittelwert		0,87	0,90	0,90	0,88

Tägliche Renditeintervalle über einen einjährigen Zeitraum mussten dagegen zur Ableitung des Beta-Faktors nicht herangezogen werden (vgl. LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e). Sehr kurze Beobachtungsfrequenzen spielen in der Praxis der Bestimmung des Beta-Faktors keine herausragende Rolle, wofür der sog. Intervaling-Effekt als ursächlich genannt wird. Dieser beschreibt das Phänomen, dass sich der Beta-Faktor systematisch verändert, je länger der Beobachtungszeitraum gewählt wird. Hochfrequent gehandelte Aktien reagieren schneller als niederfrequent gehandelte oder gar illiquide Aktien. Dies hat zur Folge, dass der auf Basis von kurzen Renditeintervallen ermittelte Beta-Faktor illiquider Aktien tendenziell zu niedrig und der von sehr liquiden Aktien tendenziell zu hoch ist. Sehr liquide Aktien reagieren schneller als der durchschnittlich liquide Index. Mit zunehmender Periodizität nähern sich die geschätzten Beta-Faktoren den tatsächlichen Beta-Faktoren an, weil bei längeren Intervallen die Reaktionsunterschiede der einzelnen Aktien nur noch eine untergeordnete Rolle spielen (vgl. Meitner/Streitferdt in: Peemöller/Kunowski, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 614 f.; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 141; auch Ziemer, Der Beta-Faktor theoretische und empirische Befunde nach einem halben Jahrhun-

dert CAPM, DissWürzburg 2015, S. 226; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 6.116 ff.). Gegen den Ansatz täglicher Renditeintervalle über einen Zeitraum insbesondere von einem Jahr spricht die Überlegung, dass anhand des (Tax-)CAPM die erwarteten Kapitalkosten abgebildet werden sollen, weshalb ein stabiler Beta-Faktor ermittelt werden soll, der das auch nachhaltig zu erwartende Risiko abbildet und nicht lediglich eine Momentaufnahme über kurzfristige Entwicklungen (vgl. Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 624 f.). Der sich abzeichnende Trend hin zu alternativen Antriebsformen wie namentlich der Elektromobilität wird auch schon durch den Ansatz eines Beta-Faktors mit einem zweijährigen Referenzzeitraum hinreichend abgebildet.

- (cc) Neben dem operativen Risiko prägt auch das Kapitalstrukturrisiko eines Unternehmens dessen Risiko, weshalb es ebenfalls in den Beta-Faktor einfließen muss. Demgemäß muss über das Relevanz die künftige Verschuldung abgebildet werden, woraus sich dann der verschuldete Beta-Faktor herleiten lässt. Der Verschuldungsgrad beträgt 0,51 im Jahr 2021, 0,55 im Jahr 2022, 0,50 im Jahr 2023, 0,49 im Jahr 2024, 0,45 im Jahr 2025, 0,39 im Übergangsjahr 2026 und im Terminal Value ab 2027 ff. 0,35. Die Höhe des Verschuldungsgrades beruht auf den jeweiligen Marktwerten des Eigen- und des Fremdkapitals zum jeweiligen Periodenbeginn. Demgemäß waren verschuldete Beta-Faktoren von 1,20 im Jahr 2021, von 1,23 im Jahr 2022, von 1,20 im Jahr 2023, von 1,19 im Jahr 2024, von 1,17 im Jahr 2025, von 1,13 im Übergangsjahr 2026 sowie von 1,10 in der Ewigen Rente anzusetzen.

Aufgrund des zinstragenden Charakters sind Rückkaufverpflichtungen aus Leasingverträgen als Nettofinanzposition berück-

sichtigt worden. Auf der Aktivseite werden Nutzfahrzeuge, die mit Rückgabeverpflichtungen bzw. -optionen verkauft wurden, als vermietete Vermögenswerte aktiviert und linear über die Vertragslaufzeit auf den kalkulierten Restwert abgeschrieben. Da es sich nicht um verzinsliche Aktivposten handelt, sind diese nicht in den Finanzstatus einzubeziehen. Erlöse aus Verkäufen, bei denen die Gesellschaft eine Rückkaufverpflichtung zu einem vorab festgelegten Wert eingeht, werden nicht sofort in voller Höhe als Umsatz realisiert. Stattdessen wird der Unterschiedsbetrag zwischen Verkaufspreis und Barwert des Rückkaufpreises als Operating-Leasingverhältnis bilanziert und linear über den Zeitraum bis zur Rückgabe im Umsatz verteilt.

- (d) 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 bereits operativ leicht über dem Durchschnitt liegen und dann unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation insgesamt als überdurchschnittlich mit im Laufe der Zeit fallender Tendenz 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 leicht überdurchschnittlichen Risikos bei der MAN SE führt. Dabei muss insbesondere die Zyklizität des Geschäfts eines Anbieters von Nutzfahrzeugen und Transportlösungen und damit die Konjunkturabhängigkeit des Unternehmens als das Risiko nicht unerheblich erhöhenden Faktor gesehen werden. Der Nutzfahrzeugmarkt reagiert sowohl zeitlich als auch in der Ausprägung auf konjunkturell beeinflusste Auf- und Abwärtsbewegungen. Demgemäß ist das Erzielen des Umsatz- und Ergebniswachstums der Gesellschaft maßgeblich abhängig von der wirtschaftlichen Erholung des Marktumfeldes in Europa und Lateinamerika sowie vom Ausbau von Marktanteilen auf diesen Märkten. Daneben kann auch das Risiko aus der Digitalisierung und dem

Trend zum automatisierten Fahren nicht gänzlich außer Betracht bleiben. Andererseits werden diese Risiken der Gesellschaft durch ein breit aufgefächertes Produktportfolio reduziert. Ebenso kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass es auf dem Markt der Nutzfahrzeughersteller relativ hohe Markteintrittsbarrieren gibt, weil die Produktion von Lkw und Bussen hoher Investitionen bedarf

Ein im Vergleich zu anderen Anbietern deutlich geringeres Risiko lässt sich allerdings nicht aus der Entwicklung in der Vergangenheit ableiten, als die Gesellschaft in der Finanzkrise des Jahres 2009 einen Umsatzrückgang von lediglich 19 % zu verzeichnen hatte, während bei Scania AB und Volvo AB die Umsatzrückgänge 30 % bzw. 28 % betrugen. Dieser Vergleich mit der Entwicklung in der Finanzkrise ist nicht gerechtfertigt, weil zum damaligen Zeitpunkt noch das Power Engineering mit Diesel & Turbo sowie der Renk AG zum Konzern der MAN SE gehörte, die indes vor der Pandemie veräußert wurden und zum Zeitpunkt der Finanzkrise mit hohen EBIT-Margen zum Ergebnis beitrugen. Ein Vergleich mit dem zum Stichtag relevanten Geschäft macht dagegen deutlich, dass in der Finanzkrise der zum Stichtag der Hauptversammlung vorhandene Geschäftsbereich mit einem Umsatzrückgang von 26 % betroffen war und damit im Vergleich zu den beiden anderen Unternehmen Scania AB und Volvo AB keinen deutlich geringeren Rückgang verzeichnete. Aber auch die Entwicklungen während der COVID-19-Pandemie mit einem Umsatzrückgang von lediglich 14 % bei der Gesellschaft gegenüber 18 % bis 22 % bei Scania AB und Volvo AB lässt keinen Rückschluss auf ein geringeres Risiko der MAN SE zu. Im Verlauf der Pandemie machte sich die Entwicklung im Bereich Light Commercial Vehicles positiv bemerkbar, weil dieses Segment auch das innerstädtische Auslieferungsgeschäft bedient und daher mit einem Plus von 19,3 % einen gegenläufigen Effekt hatte. Demgegenüber wird der Bereich dieser leichten Nutzfahrzeuge weder von Scania AB noch von Volvo AB bedient. Das gerade im Vergleich zu Scania AB höhere Risiko der

MAN SE rechtfertigt sich auch aus den in der Vergangenheit deutlich volatileren Ergebnissen der Gesellschaft, während Scania AB konstant höhere Ergebnisse bei den Zahlen lieferte.

Allein der Umstand, dass Scania AB höhere Verkaufspreise für die produzierten Lkw verlangen kann, rechtfertigt kein niedrigeres Risiko der MAN SE. Wesentlich für eine Kaufentscheidung ist nämlich der Total Cost of Ownership, weshalb allein der höhere Anschaffungspreis nicht ausschlaggebend für oder gegen die Entscheidung zugunsten eines Lkw von Scania AB sein kann und damit ein geringeres Risiko für MAN SE und ihre Tochterunternehmen durch verbesserte Chancen anzunehmen wäre. Scania AB verfügt über ein deutlich besseres Servicenetz, weshalb es dann für den einzelnen Unternehmer als Erwerber zu niedrigeren Ausfallzeiten und damit zu einem profitableren Einsatz der erworbenen Lkw kommt. Zudem ist der Treibstoffverbrauch bei Lkw der Scania AB aufgrund überlegener Motorentechnik geringer, wodurch sich die Betriebskosten für den einzelnen Unternehmer wiederum reduzieren. Da Scania AB diese Vorteile ausschöpft, ist dieses Unternehmen weniger konjunkturanfällig. Selbst wenn Spediteure mit einer großen Lkw-Flotte auch auf Fahrzeuge anderer Hersteller zurückgreifen, ändert dies nichts an der Überlegenheit der von Scania AB produzierten schweren Lkw.

Der höhere Beta-Faktor von Volvo AB lässt ebenfalls keinen anderen Rückschluss zu, weil jedes Unternehmen in der Peer Group spezifischen Besonderheiten ausgesetzt ist. Gerade deshalb erachtet es die Kammer als gerechtfertigt, eine breiter angelegte Peer Group auszuwählen. Abgesehen davon umfasst das Produktportfolio von Volvo AB die Herstellung von Baumaschinen sowie Schiffs- und Industriemotoren, die ebenfalls Einfluss auf den Beta-Faktor haben, die Vergleichbarkeit allerdings nicht ausschließen.

Die Finanzierungssituation der Gesellschaft mit ihrem Verschuldungsgrad muss auch hier insoweit berücksichtigt werden, als der zu Be-

ginn der Detailplanungsphase noch relativ hohe Verschuldungsgrad im Laufe der Detailplanungsphase mit einem Anstieg noch im Jahr 2022 dann aber ab dem Jahr 2023 hin zur Ewigen Rente abnimmt, was dann auch zu einem sinkenden Risikozuschlag führen muss.

- c. Der für das Wachstum der Überschüsse mit 0,5 % 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 Strukturveränderungen 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 bil-

den (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, 6. Aufl., § 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) Der Ansatz von 0,5 % vernachlässigt gerade nicht die Maßgeblichkeit der unternehmensspezifischen Inflationsrate.

(aa) Die unternehmensspezifischen Wachstumseffekte sind durch die auf jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit zur kontinuierlichen Realisierung von Effizienzgewinnen und die Möglichkeit zur kundenseitigen Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen beeinflusst. Die MAN SE und ihre operativen Tochtergesellschaften können die inflationsbedingten Kostensteigerungen nur eingeschränkt weitergeben. Für die Fertigung benötigt der MAN-Konzern vor allem hochwertige Rohstoffe als Materialien oder innerhalb der Komponenten, die von Zulieferbetrieben bezogen werden. Preissteigerungen in diesem Bereich haben in der Vergangenheit ausweislich der Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 17.5.2023 niedergelegten Ergebnisse der

Analyse der Abfindungsprüfer Druck auf die Profitabilität ausgeübt. Die Bruttoergebnismarge ging in der Vergangenheit von 31,3 % im Jahr 2017 kontinuierlich auf 28,5 % im Jahr 2020 zurück. Der MAN-Konzern kann Kostensteigerungen demgemäß nur kurzfristig durch die Vermarktung neuer Truck-Generationen und Serien an die Kunden weitergeben. Voraussetzung hierfür ist aber stets, dass damit auch eine Senkung der Total Cost of Ownership der Kunden verbunden ist. Da allerdings Wettbewerber bei der Weiterentwicklung ihres Produktportfolios nachziehen und der Nutzfahrzeugmarkt als zyklisch bezeichnet werden muss, ist die Überwälzung der Kosten indes zeitlich begrenzt und nur eingeschränkt möglich. Zudem ist der Nutzfahrzeugmarkt in Europa wie auch in Lateinamerika weitestgehend konsolidiert und unterliegt daher einer hohen Wettbewerbsintensität. Weiterhin muss gesehen werden, dass es tatsächlich als fraglich eingestuft werden muss, inwieweit die Gesellschaft in der Lage sein wird, die höheren Beschaffungskosten fremdbezogener Batteriezellen im Zuge der Ausweitung der Elektromobilität an ihre Kunden weiterzugeben.

Dem lässt sich namentlich nicht entgegenhalten, aktuelle Inflationstreiber wie steigende Nachfrage und steigende Kosten sowie eine Lohn-Preis-Spirale, Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demographie würden die Überwälzbarkeit auf Kunden erleichtern. Das Markt- und Wettbewerbsumfeld zum Stichtag stellte sich für die Jahre 2022 bis 2025 als relativ stabil mit niedrigen Inflationsraten auf globaler Ebene sowie in den für den MAN-Konzern relevanten Märkten dar. Faktoren wie die Lohn-Preis-Spirale und Deglobalisierung waren zum 29.6.2021 nicht in dem Maße relevant, wie sich die Situation nach dem Beginn des Angriffskriegs der Russischen Föderation auf die Ukraine am 24.2.2022 darstellte. Abgesehen davon waren die Prognosen der allgemeinen Inflationsrate deutlich niedriger als

dann in der tatsächlichen Entwicklung nach dem allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung. Im April 2021 und damit nur etwas mehr als zwei Monate vor der Hauptversammlung prognostizierte der Internationale Währungsfonds für den Zeitraum 2021 bis 2025 eine jährliche durchschnittliche Inflationsrate von 1,6 % für den Euroraum, von 1,7 % für Deutschland, von 5,7 % für Lateinamerika und von 3,6 % für Brasilien. Der Wachstumsabschlag spielt dabei eine Rolle nur im Zeitraum der Ewigen Rente, der von diesen Prognosen gerade nicht umfasst ist.

- (bb) Zudem verwiesen die Abfindungsprüfer auf den langfristig zunehmenden Anteil von Elektromobilität im Antriebsstrang, der auf die regulatorischen Vorgaben zur Dekarbonisierung zurückzuführen ist. Von diesem Trend geht indes auch ein Preisdruck aus, der wie bereits angesprochen mit einer Erhöhung des Anteils fremdbezogener Komponenten wie beispielsweise den Batteriezellen verbunden ist, was wiederum zu einer Verringerung der Fertigungstiefe führt. Aufgrund der Digitalisierung und des autonomen Fahrens gilt auch hier die Überlegung zum verstärkten Zukauf von Softwarekomponenten. Angesichts des damit verbundenen Wettbewerbsdrucks, der zusätzlich auch durch das Auftreten neuer Marktteilnehmer entsteht, weil diese Marktanteile jedenfalls zum Teil auch über den Preis gewinnen wollen, ist eine Überbürdung der steigenden Kosten auf die Kunden nur in einem eingeschränkten Umfang möglich. Dies gilt auch für die Absatzmärkte in Lateinamerika mit dem Schwerpunkt auf Brasilien, wo der allergrößte Anteil der Umsätze – über 80 % im Jahr 2020 – erwirtschaftet wird. In Brasilien soll die Inflationsrate von 4,6 % im Jahr 2021 auf nunmehr 3,2 % sinken. In Lateinamerika stellt sich aufgrund einer hohen Inflationsrate von 7,2 % im Jahr 2021 die Tendenz ebenfalls als kontinuierlich sinkend dar, nachdem sie bis auf 4,3 % im Jahr 2025 fallen soll. Zudem ist auch in Lateinamerika der Markt für Nutzfahrzeuge weitestge-

hend konsolidiert und unterliegt daher einer hohen Wettbewerbsintensität. Ebenso wird auch dort der Anteil Elektromobilität im Antriebsstrang steigen, weshalb die für

geschilderten Effekte mit einem hohen Anteil an fremdbezogenen Komponenten und einer Verringerung der Fertigungstiefe hier genauso gelten müssen. Allenfalls kann es im Vergleich zum europäischen Markt zu einer zeitlichen Verzögerung kommen. Zudem führt eine höhere Inflationsrate zwar zu höheren Umsatzzahlen, die indes beim Wachstumsabschlag nicht alleine maßgeblich sein können; vielmehr entstehen daneben auch höhere Kosten, weshalb in dieser höheren Inflationsrate in Lateinamerika nicht automatisch ein Rückschluss auf ein höheres Ergebniswachstum als Basis für den Wachstumsabschlag gezogen werden kann.

- (cc) Der Wachstumsabschlag von 0,5 % kann auch nicht als Überbetonung der Risiken aus der Erweiterung der Antriebsarten gesehen werden. Auch wenn mit dieser Entwicklung ohne Zweifel Chancen verbunden sind, bedeuten sie aber auch wegen der geringeren Wertschöpfung im Vergleich zum herkömmlichen Antrieb vor allem mit Dieselmotoren auch eine deutliche Herausforderung für die Gesellschaft. Der Vergleich mit der im Jahr 2013 – also rund acht Jahre vor dem hier maßgeblichen Stichtag – angesetzten Wachstumsrate von 1,0 % rechtfertigt kein anderes Ergebnis. Zum einen muss gesehen werden, dass die MAN SE zum damaligen Zeitpunkt – aus dem damaligen Spruchverfahren vor der erkennenden Kammer bekannt – mit MAN Diesel & Turbo sowie Renk noch über weitere Geschäftsbereiche verfügte und ein Vergleich daher nicht ohne weiteres statthaft sein kann. Zum anderen aber ist ganz entscheidend, dass die heute für die Geschäftsentwicklung zentralen Trends damals nicht im Vordergrund standen und daher auch die Höhe des Wachstumsabschlags nicht oder allenfalls marginal beein-

flussten.

- (dd) Synergien aus der Erhöhung des Anteils gemeinsamer Komponenten in verschiedenen Produkten und der Entwicklung eines gemeinsamen Antriebsstrangs sowie aus Einkaufsvorteilen sind weitestgehend ausgeschöpft und demgemäß bereits in der Detailplanungsphase verarbeitet, weshalb daraus die Notwendigkeit einer Erhöhung auf 1,0 % entsprechend der Herleitung des objektivierten Unternehmenswerts beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aus dem Jahr 2023 nicht abgeleitet werden kann.
- (ee) Auch eine seit dem Zustandekommen des Unternehmensvertrages fortschreitende Konzentration auf den Weltmarkt für Lkw und Busse rechtfertigt nicht die Erhöhung des Wachstumsabschlags auf 1,0 %. Eine solche Marktkonzentration kann indes entsprechend den Erläuterungen in der Stellungnahme vom 17.5.2023 im klassischen Nutzfahrzeugherstellermarkt mit Verbrennermotoren beobachtet werden. Dieser Markt ist sehr kapitalintensiv und weist daher hohe Markteintrittsbarrieren auf. Demgegenüber eröffnen die bereits beschriebenen Trends Raum für neue Geschäftsmodelle sowie neue Marktteilnehmer. So existierten in China vor allem Wettbewerber, die mit günstigen Modellen auf dem sich durch diese Trends ergebenden neuen Märkten auftreten und etablierte Nutzfahrzeughersteller gerade auch über den Preis unter Druck setzen.
- (ff) Aus dem Wachstum der Branche in den für die Gesellschaft relevanten Regionen zwischen 5,2 % und 10,9 % p.a. kann ein höherer Wachstumsabschlag nicht abgeleitet werden. Diese Wachstumsraten beziehen sich auf die reinen Absatzzahlen, jedoch nicht auf die günstige Preisentwicklung am Nutzfahrzeugmarkt und damit die Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite auf die Kunden. Zudem enden die

Prognosezahlen von IHS Markit bereits im Jahr 2025, während die Ewige Rente erst im Jahr 2027 beginnt und zugleich Schwankungen berücksichtigt werden müssen.

- (gg) Ebenso wenig kann aus dem Investitionsvolumen für die Jahre 2021 bis 2026 von € 5,8 Mrd. bei geplanten Abschreibungen von € 5,1 Mrd. auf einen höheren Wachstumsabschlag geschlossen werden. Diese Investitionen sind nämlich erforderlich, um die geplante Ergebnis- und Margensteigerungen in der Detailplanungsphase zu erreichen. Darüber hinaus sind zunehmend Entwicklungsleistungen in die Elektromobilität und zur Erfüllung regulatorischer Anforderungen enthalten, die eine nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit der MAN SE sicherstellen sollen. Hohe Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie in Produktionskapazitäten sind notwendig, um die Gesamtkosten für die Kunden als deren entscheidende Größe in Zusammenhang mit Kaufentscheidungen für einen Lkw kontinuierlich zu reduzieren. Die Kapitalintensität angesichts hoher Investitionen gerade in dem Bereich Forschung & Entwicklung betrifft vor allem den Bereich der traditionellen Verbrennermotoren, während im Zuge der oben beschriebenen Trends neue Antriebe auf den Markt drängen, was zu erheblichem Bedarf für die etablierten Hersteller führen dürfte.
- (b) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlages von 0,5 % vor Steuern 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 bis hin zum Verschwinden aus dem Markt 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 MAN SE tatsächlich von einer deutlich höheren Gesamtwachstumsrate von rund 4,6 % ausgegangen werden.

- (c) Aus dem bei der Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit 1,0 % angesetzten Wachstumsabschlag lässt sich die Erhöhung des Wachstumsabschlages hier nicht rechtfertigen. Zum Stichtag der Hauptversammlung am 29.6.2021 gab es die im Zusammenhang mit der auch den LKW-Bereich treffenden Herausforderungen der Elektromobilität mit einer geringeren Wertschöpfungstiefe, die auch die Notwendigkeit des Absenkens der Co₂-Emissionen entsprechend europarechtlicher Vorgaben mit sich brachten; ebenso gab es die Chancen wie auch Risiken beinhaltenden Trends zur Digitalisierung und zu alternativen Antrieben. Durch diese auch langfristig bestehende Ausgangslage entsteht ein höherer Preisdruck als dies im Zeitpunkt der Zustimmung der Hauptversammlung zum Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages im Jahr 2013 der Fall war. Damals standen weder Digitalisierung noch Elektromobilität im Fokus, wie überzeugend erläutert hat und der Kammer aus dem damals bei ihr anhängigen Spruchverfahren bekannt ist. Der Umstand, dass der Preisdruck alle Lkw-Hersteller treffen wird, führt zu keiner anderen Beurteilung. Dies resultiert insbesondere aus der Erwägung heraus, dass der Wachstumsabschlag gerade nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichzusetzen ist, sondern dass diese sich stets anhand der unternehmensspezifischen Vorgaben orientieren muss. Auch aus einer allgemeinen Studie kann nicht zwingend darauf geschlossen werden, das individuelle Bewertungsobjekt müsse genau den Mittelwert aus dieser Studie treffen. Gleichfalls kann nicht außer Acht gelassen werden, dass in der gegebenen Wettbewerbssituation versucht werden wird, Marktanteile über den Preis zu

gewinnen.

- (d) Soweit im Rahmen eines Impairmenttests ein Wachstumsabschlag von 1,0 % angesetzt wurde, führt dies zu keiner anderen Beurteilung. Ein Impairmenttest dient nicht der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme, sondern erfüllt bilanzielle Zwecke zur Bewertung des Anlagevermögens. Daher ist eine isolierte Übertragung einzelner Parameter wie auch des Wachstumsabschlags von den Abschlüssen auf die Ertragswertermittlung im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme nicht sachgerecht. Demgemäß geht auch die Kammer davon aus, ein Rückschluss aus den im Impairmenttest angesetzten Kapitalkosten auf die beim Ertragswert anzusetzenden Parameter sei nicht statthaft (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).
- (e) Der Wachstumsabschlag bildet das preisbedingte Wachstum der finanziellen Überschüsse auf der Grundlage einer unternehmensspezifischen Inflationsrate ab. Demgegenüber ergibt sich die Marktrisikoprämie aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi-)risikofreien Staatsanleihen, so dass hier gerade keine unmittelbar inflationäre Entwicklung berücksichtigt wird. Die Inflation in der Detailplanungsphase wird unmittelbar im Zähler abgebildet; lediglich über die Diskontierung der Überschüsse wirkt sich dies dann mittelbar auch über den Ansatz der Marktrisikoprämie aus, weil inflationsbedingte Veränderungen im Zähler zu einem anderen Quotienten führen. Der Umstand, dass ein Anleger von risikobehafteten Investitionen in Aktien gegenüber der Anlage in quasi-risikofreie deutsche Staatsanleihen einen Aufschlag verlangt, steht mit der Frage, inwieweit es den entsprechenden Aktiengesellschaften gelingt, die Kostensteigerungen langfristig in vollem Umfang auf ihre Kunden abwälzen

zu können, in keinem Zusammenhang. Auch ist nicht erkennbar, warum die Renditeanforderungen mit der Inflation steigen sollten. Es handelt sich hierbei um grundlegend verschiedene Bewertungsparameter, die in keinem zwingenden Größenverhältnis zueinander stehen (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 208; OLG München AG 2014, 453, 456; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).

Somit stellt sich der Kapitalisierungszinssatz folgendermaßen dar:

MAN Konzern I Kapitalisierungszinssatz	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Ewige Rente
Basiszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Persönliche Einkommensteuer auf Basiszinssatz	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)
Basiszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Marktrisikoprämie im Tax-CAPM	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta Faktor unverschuldet	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Steuersatz	31,25%	31,25%	31,25%	31,25%	31,25%	31,25%	31,25%
Verschuldungsgrad	0,51	0,55	0,50	0,49	0,45	0,39	0,35
Beta Faktor verschuldet	1,20	1,23	1,20	1,19	1,17	1,13	1,10
Risikozuschlag	6,91%	7,06%	6,88%	6,83%	6,70%	6,50%	6,34%
Wachstumsabschlag							(0,50%)
Kapitalisierungszinssatz	7,13%	7,28%	7,10%	7,05%	6,93%	6,73%	6,06%

Angesichts dessen ergibt sich aus den kapitalisierten Überschüssen ein Ertragswert zum Stichtag der Hauptversammlung in Höhe von 11.492 Mio. wie folgt:

MAN Konzern I Ertragswert in Mio. EUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Ewige Rente
Zu kapitalisierende Ergebnisse	12	195	328	421	440	375	891
Kapitalisierungszinssatz	7,13%	7,28%	7,10%	7,05%	6,93%	6,73%	6,06%
Barwertfaktor	0,966	0,900	0,840	0,785	0,734	0,688	11,350
Barwerte zum 29.06.	11	176	276	331	323	258	10.117
Ertragswert zum 29.06.2021	11.492						

3. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der MAN SE wurde mit einem Wert von € 229 Mio. unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuer sachgerecht abgebildet. Die persönlichen Ertragsteuern in Höhe von € 82 Mio. mussten abgezogen werden. Methodisch hätte das nicht betriebsnotwendige Vermögen alternativ mit den zukünftigen Erträgen und Aufwendungen im Rahmen der Ertragswertermittlung abgebildet werden können. Die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse hätten dann auch der Belastung mit den persönlichen Ertragssteuern unterlegen. Die steuerlichen Verlustvorträge führen zu einer geringeren Belastung der Ergebnisse mit Unternehmenssteuern, bedeuten aber im Bewertungskalkül keinen Ansatz eines (steuerfreien) Verlustes. Die dadurch höheren ausschüttungsfähigen Ergebnisse unterlägen bei einer Ausschüttung an die Anteilseigner der persönlichen Ertragssteuer. Die Notwendigkeit gerade der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuer bei den Verlustvorträgen zeigt sich insbesondere an der denkbaren Einschaltung einer Konvergenzphase, bei der die Verlustvorträge im Rahmen der Steuerplanung berücksichtigt worden wären und dann Einfluss auf die mit den persönlichen Ertragssteuern belasteten finanziellen Überschüsse gehabt hätten.

- a. Bei der Gesellschaft waren steuerliche Verlustvorträge in einem Umfang von insgesamt € 297 Mio. als Sonderwert zu berücksichtigen. Diese steuerlichen Verlustvorträge, die im Jahr 2021 den höchsten Betrag von € 1.634 Mio. aufweisen, bauen sich bis zum Jahr 2032 vollständig ab. Sie wurden separat modelliert und als Barwert der Steuerminderzahlungen unter Verwendung der auf den Bewertungsstichtag aktualisierten periodenspezifischen Kapitalkosten ermittelt.

Angesichts der letztmaligen Nutzung im Jahr 2031 und dem vollständigen Verbrauch im Jahr 2032 wirken sie über die im Jahr 2025 endende Phase I hinaus. Deshalb wurde der aus ihnen stammende Wertbeitrag im Rahmen eines Sonderwerts erfasst. Durch diese Vorgehensweise entsteht den Minderheitsaktionären indes kein Nachteil. Alternativ hätte zwar auch eine Konvergenzphase bis zum endgültigen Verbrauch zwischengeschaltet werden können. Dabei wären die finanziellen Überschüsse aber in gleicher Art und

Weise der vollen Abgeltungssteuer unterworfen gewesen. Erst danach hätte sich dann die Phase der ewigen Rente angeschlossen, in der eine kapitalwertneutrale Anlage der thesaurierten Beträge unterstellt wird und die hieraus resultierenden Kurssteigerungen erst nach einer langen Halteperiode reduziert werden, bei der die hälftige Effektivbesteuerung von 13,19 % entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II. 1. j. (3) und (4) zur Anwendung käme. Damit aber wird gerade keine fehlerhafte Vollausschüttung unterstellt.

Bei der Diskontierung war eine Marktrisikoprämie ebenso anzusetzen wie der Beta-Faktor. Es kann nicht davon ausgegangen werden, die steuerlichen Verlustvorträge würden kein unternehmerisches Risiko darstellen. Die Abfindungsprüfer wiesen zurecht auf die Abhängigkeit der künftigen Steuerminderzahlung von den künftigen operativen Ergebnissen der einzelnen Gesellschaften, bei denen sie genutzt werden können. Diese zukünftigen Ergebnisse stellen indes Erwartungswerte dar und unterliegen operativen wie auch finanziellen Risiken. Daher mussten diese Steuerminderzahlungen aus den steuerlichen Verlustvorträgen analog zu den operativen Ergebnissen mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert werden.

Dieser Sonderwert von € 297 Mio. wurde bei der Ableitung des Verschuldungsgrades im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes in jeder Periode dem Marktwert des Eigenkapitals hinzugerechnet. Bei diesem Vorgehen wurde zugunsten der Minderheitsaktionäre von einer sukzessiven Verringerung des Verlustvortrags aufgrund der realisierten Steuervorteile abgesehen, wie und in ihrer schriftlichen Stellungnahme erläuterten. Demgemäß kam es zu einer sachgerechten, die Minderheitsaktionäre nicht benachteiligende Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge bei der Ermittlung des Ertragswerts.

- b. Als nicht betriebsnotwendige Beteiligungen flossen Beteiligungen der MAN SE in einem Umfang von rund € 13 Mio. in den Unternehmenswert ein, wobei sich diese Beteiligungen wie folgt darstellen:

MAN Konzern Buchwert der Beteiligungen nach IFRS zum 31.03.2021	in Mio. EUR
LKW Komponenten s.r.o., Bánovce nad Bebravou	4,0
MAN Grundstücksgesellschaft mbH & Co. Gamma KG, München	1,3
MAN Truck and Bus Hong Kong Ltd., Hong Kong	1,0
OOO Truck Production RUS, St. Petersburg	0,7
Maghreb Truck Industry SpA, Sidi M'Hamed	0,1
Sonstige Klein- und Kleinstbeteiligungen	6,4
Buchwert der Beteiligungen nach IFRS zum 31.03.2021	13,4

- (1) Die Ergebnisbeiträge aus diesen Beteiligungen sind weder in der konsolidierten Planungsrechnung des MAN-Konzerns noch im Beteiligungsergebnis enthalten. Für sie wurde vielmehr der Buchwert nach IFRS als bester Schätzer herangezogen, der dem beizulegenden Zeitwert entspricht. Diesem liegen die Einschätzungen des Managements zugrunde. Die Abfindungsprüfer konnten keine Anhaltspunkte für das Vorliegen stiller Reserven erkennen. Der Eigenkapitalanteil direkter Minderheiten oder nicht beherrschender Anteile im Erwerbszeitpunkt wurde mit dem auf sie entfallenden Anteil am Fair Value der Vermögenswerte ohne Goodwill und Schulden bestimmt.
- (2) Sachgerecht erfolgte dabei auch die Bewertung der MAN Grundstücksgesellschaft mbH & Co. Gamma KG mit dem IFRS-Buchwert von € 1,3 Mio.. Im Geschäftsjahr 2019 erzielte diese Gesellschaft ein Jahresergebnis von € 53.000,--. Der Buchwert des Eigenkapitals in Höhe von € 2,9 Mio. kann dabei nicht als geeigneter Schätzer eingestuft werden. Der wesentliche Vermögensgegenstand dieser GmbH & Co. KG zum 31.12.2019 bestand in Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen in Höhe von etwa € 2,9 Mio., aus denen aber kein externer Zahlungsmittelzufluss zu erwarten ist.
- (3) Zu diesen nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen, die mit ihrem Zeitwert nach IFRS in den Unternehmenswert einfließen, gehört auch die

Grundstücksgesellschaft Schlossplatz 1 mbH & Co. KG, Berlin. Damit aber wurde sie tatsächlich beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen erfasst.

- c. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen war bei der MAN SE nicht zu berücksichtigen.
- (1) Dies gilt zunächst für das steuerliche Einlagekonto im Sinne des § 27 KStG, weil sich die Voraussetzungen für dessen Nutzung im Sinne einer steuerfreien Ausschüttung nicht bejahen lassen. Aufgrund von § 27 Abs. 1 Satz 1 KStG hat eine unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaft die nicht in das Nennkapital geleisteten Einlagen am Schluss eines jeden Wirtschaftsjahres auf einem besonderen Konto, dem steuerlichen Einlagekonto, auszuweisen. Soweit Dividendenzahlungen den nach § 27 KStG ermittelten ausschüttbaren Gewinn übersteigen, sind diese als Kapitalrückzahlung zu qualifizieren, wenn diese dann das steuerliche Einlagekonto mindern und steuerfrei bleiben.
 - (2) Nicht betriebsnotwendige Liquidität musste nicht als Sonderwert angesetzt werden, auch wenn der nach IFRS-Grundsätzen aufgestellte Konzernabschluss der MAN SE zum 31.12.2020 flüssige Mittel in einem Umfang von € 641 Mio. auswies. Dieser Betrag ist in voller Höhe in der Nettofinanzposition enthalten und stellt somit freie Liquidität dar, die zur Reduzierung des Verschuldungsgrades herangezogen wurde. Dann aber kann sie nicht nochmals als Sonderwert angesetzt werden, weil es anderenfalls auch hier zu einer unzulässigen Doppelerfassung käme, nachdem die Liquidität in den Ertragswert über den verschuldeten Beta-Faktor wertsteigernd eingeflossen ist. Demgemäß umfasst die angenommene Nettoverschuldung von € 5,8 Mrd. diese Position.
 - (3) Nicht betriebsnotwendige Immobilien oder Kunstgegenstände sind bei der MAN SE nicht vorhanden. Die Abfindungsprüfer verifizierten die ihnen diesbezüglich erteilten Aussagen des Vorstandes über das Fehlen derartiger Sonderwerte anhand der Geschäfts- und Prüfungsberichte, insbesondere der betreffenden Bilanzposten sowie die weiteren Daten des

internen Rechnungswesens der Gesellschaft. Soweit der Geschäftsbericht zum 31.12.2020 als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien ausweist, wurden die mit diesen Immobilien verbundenen Erträge und Aufwendungen vollständig im Rahmen der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse erfasst. Somit gilt auch hier angesichts der Erfassung im Rahmen der Ertragswertermittlung, dass eine Berücksichtigung als Sonderwert wegen der dann erfolgenden Doppelerfassung ausscheiden muss.

- (4) Weitere nicht betriebsnotwendige Beteiligungen konnten nicht als Sonderwert angesetzt werden. Die Grundstücksgesellschaften GETAS Verwaltung GmbH & Co. Objekt Ausbildungszentrum KG und GETAS Verwaltung GmbH & Co. Objekt Verwaltung Nürnberg KG sind bereits über das geplante Beteiligungsergebnis im Ertragswert enthalten und können daher nicht nochmals bei den Sonderwerten in den Unternehmenswert einfließen.
- (5) Forderungen aus Kaufpreisanpassungen – vergleichbar der Bereinigung des Kaufpreises infolge der Veräußerung der Anteile an der Ferrostaal AG – sind nicht als Sonderwert zu erfassen, nachdem die Abfindungsprüfer hierfür keinerlei Hinweise im Rahmen ihrer Analysehandlungen und ihrer Befragungen erlangen konnten.
- (6) Stille Reserven in den vermieteten Vermögenswerten waren nicht zu berücksichtigen. Vermietete Vermögenswerte stammen im Wesentlichen aus den im Rahmen von Operating-Leasing-Verträgen vermieteten Fahrzeugen, sowie aus mit Rückgabeverpflichtungen bzw. -optionen verkauften Nutzfahrzeugen, wie auch dem Geschäftsbericht zum 31.12.2020 zu entnehmen ist. Die damit verbundenen Erträge und Aufwendungen sind indes in der Planungsrechnung vollumfänglich enthalten. Dann aber können stille Reserven nicht berücksichtigt werden. Diese werden aufgedeckt, wenn ein in der Bilanz unterbewerteter Vermögensgegenstand zu einem höheren Wert veräußert wird. Diese unterstellte Veräußerung zum Stichtag würde indes einen Widerspruch zur Fortsetzung des Unternehmens darstellen, bei der das betriebsnotwendige

Vermögen weiter genutzt werden muss und folglich gerade nicht veräußert werden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 7.2.2010 Az. 5 HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.20217 Az. 5 HK O 26513/11; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 14.12.2023, Az. 5 HK O 11456/21; LG Stuttgart, Beschluss vom 7.10.2019, Az. 31 O 36/16 KfH SpruchG – zit. nach juris).

- (7) Der Wert der Marke „MAN“ 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 22.6.2020, Az. 5HK O 16116/08; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5711/19; Beschluss vom 30.6.2023, Az. 5HK O 4509/21; Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5HK O 15162/20; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh 305 Rdn. 93).

Angesichts dessen sind zum Ertragswert der MAN SE in Höhe von € 11.492 Mio. die gesondert bewerteten Vermögensgegenstände mit einem Umfang von € 229 Mio. hinzuzuaddieren, woraus sich dann ein Unternehmenswert der MAN SE zum 29.6.2021 in Höhe von 11.721 Mio. ergibt. Bei insgesamt 147.040.000 Aktien resultiert daraus eine Barabfindung in Höhe von € 79,71 je Aktie. Damit kommt es zu einer Erhöhung der Abfindung um knapp 12,78 %, die auch zu einer Anpassung und Änderung des Beschlusses der Hauptversammlung führen muss. Einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens kann es zwar unabhängig von der angewandten Bewertungsmethode nicht geben, weil jede in die Zukunft gerichtete Prognose naturgemäß gewisse Unsicherheiten bedingt, die auch im Hinblick auf das Gebote effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Solange die vorgenommene

Bewertung nach ihrer Methodik und der zugrunde liegenden Prämissen wie hier mit dem Bewertungsziel in Einklang steht, muss eine gewisse Bandbreite von Werten als noch angemessen angesehen werden. Eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist (vgl. BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20; OLG München AG 2020, 133, 134, 138 = WM 2019, 2104, 2106, 2117; OLG Stuttgart AG 2011, 205, 211; OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334 f. = ZIP 2012, 371, 376; AG 2015, 504, 508 = Der Konzern 2015, 378, 387 f.; AG 2016, 551, 555 = ZIP 2016, 716, 719; OLG Düsseldorf WM 2019, 1789, 1795). Die hier vorliegende Abweichung von etwas über 12,75 % kann nicht mehr als geringfügig angesehen werden, nachdem diese Grenze üblicherweise bereits bei 5 % gezogen wird.

Eine Differenzierung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ist vorliegend nicht angezeigt. Teilweise wird allerdings die Auffassung vertreten, Vorzugsaktien seien mit einem Abschlag aufgrund des fehlenden Stimmrechts und damit einem geringeren Einfluss auf das Unternehmen zu versehen (vgl. OLG Düsseldorf AG 2002, 398, 402; in diese Richtung auch LG Bochum AG 2005, 738, 739 f.). Andererseits wird zum Teil davon ausgegangen, es müsse zu einer höheren Abfindung der Vorzugsaktien im Vergleich zu den Stammaktien jedenfalls dann kommen, wenn die Großaktionäre über einen erheblichen Anteil an den Stimmrechten verfügen, weil dadurch der Einfluss der Minderheitsaktionäre auf das Unternehmen in der Hauptversammlung entfalle (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; AG 2009, 907, 912 = Der Konzern 2010, 132). Die Kammer muss nicht entscheiden, welcher Auffassung der Vorzug zu geben wäre. Denn jedenfalls im konkreten Fall muss von einer Gleichwertigkeit der beiden Aktiengattungen ausgegangen werden. Hierfür spricht zum einen der Umstand, dass beide Aktiengattungen bei ihrer Beschaffung als gleichwertig erachtet werden. Ein Vermögensmehrwert der Vorzugsaktien lässt sich nicht verlässlich feststellen (vgl. OLG München AG 2007, 287, 291; ZIP 2007, 375, 380 = Der Konzern 2007, 356, 363; Mülbert/Schneider WM 2003, 2301, 2312 f.). Die Entwicklung des Börsenkurses zeigt allenfalls geringe Unterschiede zwischen den beiden Aktiengattungen. Im dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht schwankte der Börsenkurs zwischen 36,86 und 44,56 € je Stamm- bzw. 36,70 und 45,50 € je Vorzugsaktie. Der volumengewichtete Durchschnittskurs in dem Zeitraum

von drei Monaten bis einschließlich zum 27.2.2020 belief sich nach einer Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auf 42,09 € je Stamm- und 42,21 € je Vorzugsaktie der MAN SE. Angesichts dieser geringen Differenz muss davon ausgegangen werden, dass auch unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Einzelfalls eine unterschiedliche Behandlung von Stamm- und Vorzugsaktien nicht gerechtfertigt ist. Die Gesellschaft selbst geht im Rahmen ihrer Planung auch von einer Gleichbehandlung der beiden Aktiengattungen aus, indem eine Mindestdividende von 0,11 € gezahlt werden sollte. Damit aber ergibt sich kein wirtschaftlicher Vorteil der Vorzugs- gegenüber den Stammaktien.

Der Notwendigkeit der Erhöhung der Barabfindung kann der Börsenkurs nicht entgegengehalten werden; dieser kann hier nicht als alleine maßgeblich für die Ermittlung der Barabfindung angesehen werden. Zwar geht der BGH in seiner jüngsten Rechtsprechung davon aus, dass die Angemessenheit der Barabfindung der außenstehenden Aktionäre auch anhand des Börsenkurses ermittelt werden könne, nachdem der Rückgriff auf den Börsenkurs als marktorientierte Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs geeignet sein könne. Dies beruht nach dieser Rechtsprechung auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt (vgl. BGHZ 236, 180, 186 ff. = NJW 2023, 2114, 2116 f. = NZG 2023, 937, 939 f. = AG 2023, 443, 444 f. = ZIP 2023, 795, 796 f. = WM 2023, 714, 715 f. = DB 2023, 953, 954 f. = Der Konzern 2023, 217, 219 = DZWIR 2023, 486, 488 f. = DStR 2023, 2575, 2576 f.; NZG 2024, 935, 936 = AG 2024, 665, 666 f. = ZIP 2024, 1070, 1071 = WM 2024, 862, 863 = DB 2024, 1196, 1197).

Von einer solchen Situation kann vorliegend jedoch nicht ausgegangen werden, auch wenn die in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO genannten Kriterien für die Berücksichtigung des Börsenkurses eingehalten worden, weil die Aktien nach dem Vortrag der Antragsgegnerin täglich gehandelt und die Zahl der täglich gehandelten Aktien bei

durchschnittlich 17.799 Aktien bei einem fünfjährigen Betrachtungszeitraum und im Zeitraum von einem Jahr vor der Ankündigung des Squeeze out bei durchschnittlich 24.200 Aktien und die Bid-Ask-Spreads deutlich unterhalb der üblicherweise gezogenen Grenze von maximal 1,25 % lagen. Dennoch sieht die Kammer keine hinreichende Grundlage dafür, den Börsenkurs als alleinigen Maßstab zur Herleitung einer angemessenen Barabfindung heranzuziehen. Hiergegen spricht bereits die Tatsache, dass der Börsenkurs mit Blick auf die Rechtsprechung des BGH (vgl. 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) mittels einer Hochrechnung ermittelt werden musste, die je nach Berechnungsmethode anhand von Performance-Indices zu Wertbandbreiten für die Stammaktie zwischen € 55,20 und € 59,65 und anhand gewichteter Dreimonats-Durchschnittskurse entsprechend der Peer Group der Bewertungsgutachter zum 28.2.2020 zu Werten zwischen € 48,47 bis € 62,46 für die Stammaktie und von € 48,77 bis € 62,84 für die Vorzugsaktie führte. Diese deutlichen Diskrepanzen zeigen, dass hier nicht mehr von einer marktorientierten Bewertung ausgegangen werden kann. Der Grund für die Hochrechnung liegt darin, dass die Minderheitsaktionäre von einer allgemeinen oder branchentypischen Entwicklung ausgeschlossen werden sollen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte und ihrer Ausführung ein längerer Zeitraum wie hier verstrichen ist. Diese Hochrechnung führt indes je nach Methode zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen, weshalb es anhand dieser Methodik nur gerechtfertigt sein kann, eine Untergrenze der Barabfindung festzulegen, nicht jedoch die Barabfindung alleine auf der Basis des Börsenkurses festzusetzen. Gegen die Anwendung des Börsenkurses spricht weiterhin die fehlende Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors – eine Frage, die der BGH bislang nicht abschließend entschieden hat. Ein unverzerrter Beta-Faktor ist eine notwendige Bedingung für unverzerrte Kurse. Bei einem verzerrten Beta-Faktor fehlt es indes an einem hinreichenden Grad des Gleichlaufs zwischen den Renditen einer Aktie und des gesamten Marktes, wie sich dies bei einem unverzerrten Beta-Faktor darstellt. Demgemäß ist dann aber die Schlussfolgerung zu ziehen, dass ein verzerrter Beta-Faktor auch zu verzerrten Kursen führt (vgl. Knoll/Sekera-Terplan GWR 2022,

341, 342 f.). In einer solchen Situation ist der Börsenkurs zwar als Untergrenze heranzuziehen, weil der Minderheitsaktionär zu diesem Preis den Wert seiner Aktien an der Börse realisieren kann; als alleinige Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist er jedoch bereits nicht geeignet.

Aber vor allem der Vergleich mit dem bereits im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht ermittelten Barabfindungsbetrag von € 70,68 macht deutlich, dass der Börsenkurs vorliegend nicht geeignet sein kann, den inneren Wert der Aktie widerzuspiegeln und eine Grundlage für eine aus Art. 14 Abs. 1 GG zu messende Barabfindung sein kann. Selbst wenn man den höchsten Wert aus der Bandbreite des Bewertungsgutachtens von mit € 62,46 je Stammaktie und € 62,84 je Vorzugsaktie entsprechend der Hochrechnung als Basis heranzieht, was angesichts der notwendigen Bildung eines gewichteten Durchschnitts über einen Zeitraum von drei Monaten nicht maßgeblich sein kann, läge der auf Basis der Ertragswertmethode abgeleitete Wert von € 70,68 um 11,63 % bzw. 11,09 % über dem höchsten Wert, der indes wegen der erforderlichen Durchschnittsbildung nicht als Basis für den Börsenkurs herangezogen werden kann.

Eine Plausibilisierung des Börsenkurses anhand des Ertragswerts muss möglich sein, um unter dem Blickwinkel der Eigentumsgarantie aus Art. 14 Abs. 1 GG die Angemessenheit einer anhand des Börsenwerts festzustellenden Barabfindung zu überprüfen (vgl. BGH NZG 2024, 935, 939 = AG 2024, 665, 669 f. = ZIP 2024, 1070, 1074 = WM 2024, 862, 866 = DB 2024, 1196, 1200; Ruthardt AG 2024, 770, 775 f.). Angesichts der hier aufgetretenen Differenz von deutlich über 10 % kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass sich der Börsenwert noch innerhalb einer plausiblen Bandbreite bewege. Anderenfalls würde die Eigentumsgarantie aus Art. 14 Abs. 1 GG, auf die sich die Minderheitsaktionäre berufen können, verletzt. In einer solchen Situation mit einer erheblichen Abweichung zwischen Börsenkurs und Ertragswert, die hier deutlich mehr als 10 % beträgt, nachdem auf den Durchschnittswert der Hochrechnung, nicht auf den höchsten Wert abgestellt werden muss, würde die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses einen nicht mehr hinnehmbaren Eingriff in das durch Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG geschützte Eigentum der Aktionäre bedeuten. Bei der Regelung des § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG über den

Ausschluss der Minderheitsaktionäre handelt es sich allerdings nicht um eine Enteignung im Sinne des Art. 14 Abs. 3 GG, sondern um eine verhältnismäßige Inhalts- und Schrankenbestimmung im Sinne des Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = NZG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577 = BB 2007, 1515 f. = Der Konzern 2007, 524, 525; AG 2008, 27 = ZIP 2007, 2121 = WM 2007, 2199, 2200; BGH NZG 2006, 117 = AG 2005, 921 = ZIP 2005, 2107 f. = BB 2005, 2651 = MDR 2006, 524 f. = DStR 2006, 198 f.; Koch, AktG, a.a.O., § 327 a Rdn. 6; Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., Vor § 327 a Rdn. 7; Singhof in: BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2024, § 327 a Rdn. 7; Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl., Vor §§ 327 a ff. Rdn. 7). Dann aber muss bei ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmungen zugunsten Privater wie den Squeeze out die grundrechtlich relevante Einbuße vollständig kompensiert werden und darf folglich – anders als bei der Enteignung im Sinne des Art. 14 Abs. 3 GG – nicht unter dem Verkehrswert liegen (vgl. BVerfGE 100, 289, 303, 305 = NJW 1999, 3769, 3770 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = DB 1999, 1693, 1694 = BB 1999, 1778, 1780; WM 2005, 855, 856 = NJW-RR 2005, 741, 742; Papier/Shirvani in: Dürig/Herzog/Scholz, Grundgesetz-Kommentar, Werkstand: 103. EL Januar 2024, Art. 14 Rdn. 488). Zwar kann entsprechend den obigen Ausführungen eine Kompensation auch auf der Grundlage des Börsenkurses als Verkehrswert festgestellt werden. Doch kann dies dann nicht gelten, wenn der innere Wert der Aktie deutlich höher liegt als der Börsenkurs, der zudem von Faktoren außerhalb des Bewertungsobjekts beeinflusst wird. Hierfür spricht jedenfalls die Wertung aus § 255 Abs. 5 Satz 1 und Satz 2 AktG. Nach § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG entspricht bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlage der Wert der gewährten Aktien ihrem Börsenkurs. Unterschreitet der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich, so entfällt der Anspruch auf Ausgleichszahlung nach § 255 Abs. 4 Satz 2. Im Falle eines unangemessen niedrigen Werts der Einlage kann jeder durch den Ausschluss des Bezugsrechts betroffene Aktionär einen Ausgleich durch bare Ausgleichszahlung verlangen. Daraus muss aber für den hier gegebenen Fall die Schlussfolgerung gezogen werden, dass der Börsenkurs für die Abfindung nicht maßgeblich sein kann, wenn er den Ertragswert wesentlich unterschreitet.

Angesichts der hier gegebenen Wertverhältnisse kann der Börsenkurs nicht maßgeblich sein.

4. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs.

- (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 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, 6. Aufl., § 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 Frist von drei Monaten endete somit am Freitag, den 27.2.2020. Für diesen Zeitraum ermittelte sich ein volumengewichteter Durchschnittskurs von € 41,09 je Stamm- und von € 42,21 je Vorzugsaktie, der jeweils deutlich unter dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert lag. Auf nach diesem Zeitpunkt liegende Durchschnittskurse oder einzelne über dem Abfindungsbetrag liegende Tageskurse kann es folglich nicht entscheidungserheblich ankommen. Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus der Tatsache, dass der Referenzzeitraum schon am 27.2.2020 endete.

- (a) Vorliegend musste jedoch angesichts eines Zeitraums von etwas mehr als 16 Monaten bis zur Hauptversammlung eine Hochrechnung erfolgen, weil nur so die Aktionäre davor geschützt werden, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme zeitnah umgesetzt wird, weil die Aktionäre von einer positiven Börsenwertentwicklung ausgeschlossen werden. Das kann dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der

allgemeinen oder branchenspezifischen Wertermittlung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet wird (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck).

- (b) Die von den Bewertungsgutachtern von _____ wie auch den Abfindungsprüfern von _____ vorgenommenen Hochrechnungen rechtfertigen ungeachtet der methodisch unterschiedlichen Vorgehensweise keine Erhöhung der Barabfindung. Die Wirtschaftsprüfer der Bewertungsgutachterin zogen als Ausgangspunkt die volumengewichteten Durchschnittskurse für die beiden Aktiengattungen heran und bildeten daraus einen Kurssteigerungsfaktor als allgemeinen und unternehmensspezifischen Entwicklungen ab. Dabei stützten sie sich auf die Kurssteigerungsfaktoren für den DAX, CDAX, MDAX, SDAX, MSCI World und MSCI World Industries sowie die Peer Group-Unternehmen heran, wobei sie bei den Vergleichsunternehmen eine Verdichtung der Kursentwicklung der einzelnen Unternehmen zu einer berechneten Indexsteigerung vornahmen. Auf diese Art und Weise errechneten sie einen maximalen Wert von 60,15 € je MAN-Vorzugsaktie und von 59,78 € je MAN-Stammaktie. Im Gegensatz zu der Bewertungsgutachterin zogen die Abfindungsprüfer von _____ die prozentuale Indexentwicklung des CDAX sowie die Entwicklung auf Basis der von ihnen ausgewählten Peer Group-Unternehmen heran, wobei sie den verschuldeten Beta-Faktor der MAN SE für einen Zeitraum von zwei Jahren auf Basis wöchentlicher Betrachtung mit einer Regression gegen den CDAX jeweils zum 27.2. und zum 28.2.2020 berücksichtigten. Die Kammer muss nicht entscheiden, welche der beiden angewandten Methoden vorzugswürdig ist, weil auch nach der Vorgehensweise der Abfindungsprüfer der höchste ermittelte Wert von 65,58 € (ohne

Beta-Faktor) immer noch deutlich unter der von der Hauptversammlung beschlossenen Barabfindung liegt.

In ihren Stichtagserklärungen kam die Bewertungsgutachterin ebenso wie die Abfindungsprüfer jeweils zu dem Ergebnis, dass auch die weitere Entwicklung der Börsenkurse keine Anpassung der Barabfindung nach oben rechtfertige.

- b. Die Höhe der Barabfindung muss Vorerwerbspreise nicht berücksichtigen. 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 Mindestaktionäre 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 Squeeze out 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, 6. Aufl., § 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 muss gesehen werden, dass der Kaufpreis die Gegenleistung für die freiwillig erfolgte Veräußerung ist, während die Barabfindung eine Entschädigungsleistung oder Kompensation und gerade keine „Gegenleistung“ für die regelmäßig gegen den Willen der außenstehenden Minderheitsaktionäre durchgesetzte aktienrechtliche Strukturmaßnahme darstellt (vgl. OLG Düsseldorf AG 2019, 732, 735; Heller in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 99; Paschos in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl., § 305 Rdn. 23).

5. Weitere Maßnahmen zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.
 - a. Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

- (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; NZG 2023, 160, 163 = AG 2022, 705, 709 f. = ZIP 2022, 1269, 1272 = WM 2022, 1480, 1482 = Der Konzern 2022, 483, 487 f.; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: BeckOGK, Stand 1.10.2024, § 8 SpruchG Rdn. 15). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, ihrer umfangreichen ergänzenden Stellungnahme und ihrer ausführlichen Erläuterungen in einem mehrtägigen Anhörungstermin 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 gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer 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.; krit. auch Sturm/Stottmann NZG 2020, 974 ff.). 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; krit. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 12 und § 293 b AktG, Rdn. 19 b). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

Eine Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer 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 1.10.2024, § 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 Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer 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 MAN SE befasst gewesen.

- (2) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der von den
Wirtschaftsprüfern von als Abfindungsprüfer 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 Abfindungsprüfer 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
Abfindungsprüfer in vollem Umfang bewusst waren. Dies zeigt sich
namentlich auch daran, dass die Abfindungsprüfer bei der Ableitung des
Beta-Faktors eine eigenständig gebildete Peer Group heranzogen, in der
im Gegensatz zum Bewertungsgutachten Hino Motors Ltd. nicht enthalten
war, während sie zusätzlich Dongfeng Motor Group Co. Ltd., Tata Motors
Ltd. sowie CNH Industrial NV aufnahmen. Ebenso wählten sie bei der
Hochrechnung des Börsenkurses durch das Heranziehen auch des
verschuldeten Beta-Faktors eine andere Methodik. Auch führten sie im
Rahmen der externen Plausibilisierung der einen Abgleich mit
Marktstudien und Prognosen von Marktanalysten wie insbesondere IHS
Markit durch.

Die Abfindungsprüfer nahmen auf der Basis der von ihnen gebildeten Peer
Group im Rahmen der vergleichenden Wertermittlung anhand von EBIT und
EBITDA-Multiplikatoren eine Plausibilisierung des ermittelten
Unternehmenswerts vor. Die beobachtbaren Multiplikatoren zeigen, dass
der anzusetzende Unternehmenswert der MAN SE stets innerhalb dieser
Bandbreiten 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. Der Unternehmenswert liegt innerhalb einer Bandbreite der Werte, die für EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren ermittelt wurde, wobei dies auch gilt, wenn Dongfeng Motor Group Co. Ltd. und Tata Motors Ltd. aus der Peer Group eliminiert werden, weil diese beiden Unternehmen Multiplikatoren aufweisen, die unterhalb des Durchschnitts der anderen Vergleichsunternehmen liegen.

- (2) 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 von den Abfindungsprüfern 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.
- (3) Ein Bestellungsverbot für und die tätig gewordenen Wirtschaftsprüfer und lässt sich nicht annehmen, weil die Voraussetzungen der §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 1 bis 4 HGB, nach denen sich das Bestellungsverbot richtet, nicht erfüllt sind.
 - (a) Aufgrund von § 319 Abs. 4 HGB sind Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgeschlossen, wenn sie selbst, einer ihrer gesetzlichen Vertreter, ein Gesellschafter, der mehr als 20 % der den Gesellschaftern zustehenden Stimmrechte besitzt, ein verbundenes Unternehmen, ein bei der Prüfung von in verantwortlicher Position beschäftigter Gesellschafter oder eine andere von ihr beschäftigte

Person, die das Ergebnis der Prüfung beeinflussen kann, nach § 319 Abs. 2 oder Abs. 3 HGB ausgeschlossen ist. Hierfür sind keinerlei Anhaltspunkte vorhanden.

- (b) Nach § 319 Abs. 3 HGB ist ein Wirtschaftsprüfer und damit die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als Abschluss- und demgemäß auch als Abfindungsprüfer ausgeschlossen, wenn die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Anteile oder andere nicht nur unwesentliche finanzielle Interessen an der zu prüfenden Gesellschaft oder eine Beteiligung an einem Unternehmen besitzt, das mit der zu prüfenden Kapitalgesellschaft verbunden ist oder von dieser mehr als 20 % der Anteile besitzt (Nr. 1) oder in den letzten fünf Jahren jeweils mehr als 30 % der Gesamteinnahmen aus seiner beruflichen Tätigkeit von der zu prüfenden Gesellschaft und von Unternehmen, an denen die zu prüfende Kapitalgesellschaft mehr als 20 % der Anteile besitzt, bezogen hat und dies auch im laufenden Geschäftsjahr zu erwarten ist (Nr. 5). Diese Voraussetzungen liegen nach der von
und offengelegten Fakten nicht vor.

erbrachte in den Jahren 2019 und 2020 Dienstleistungen für TOV MAN Truck & Bus Ukraine, indem die Personalabteilung gegen ein Honorar von € 3.000,-- bzw. € 2.000,-- Unterstützungsleistungen ausführte. Ferner erbrachte für in Rumänien, Slowenien, Chile und Peru ansässige Tochtergesellschaften von Scania AB Beratungsleistungen im Zeitraum von 2016 bis 2020 in einem Umfang von € 18.000,--, € 48.000,--, € 43.000,-- € 115.000,-- und € 89.000,--. Angesichts dieser Umsätze kann nicht annähernd davon ausgegangen werden, dass der Schwellenwert von jeweils mehr als 30 % der Gesamteinkünfte der Abfindungsprüferin mit diesen Gesellschaften erreicht worden sein könnte. Für die Volkswagen AG als Konzernobergesellschaft und die 100 %-ige Gesellschaft Volkswagen Finance Luxemburg S.A., Strassen, Luxemburg, die einen Anteil von 89,7 % an der Antragsgegnerin hielt erbrachte

in den letzten fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag keine Tätigkeiten, was auch für die Zeit zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Datum der Stellungnahme gilt. Im Zeitraum von 2021 bis 2023 erbrachte für in Rumänien und Slowenien ansässige Tochtergesellschaften von Scania AB Leistungen in Form der Unterstützung bei der Umsatzsteuer und Umsatzsteueranalyse, Steuerberatung, Lohnbuchhaltung sowie Finanzbuchhaltung und Steuererklärungen mit einem Volumen von € 44.000,-- € 78.000,-- und € 6.000,--, so dass auch hier der Umfang weit unterhalb der Grenzen des § 319 Abs. 4 und Abs. 3 Nr. 5 HGB angesiedelt ist.

- (c) Soweit die Jahresabschlussprüfung für Corebon AG und die Volkswagen Versicherung AG mit einem Honorarvolumen von € 71.000,-- im Jahr 2017 und von jeweils € 73.000,-- in den Jahren 2018 und 2019 durchgeführt hat, kann dies kein Bestimmungshindernis begründen. Eine frühere Tätigkeit als Abschlussprüfer bei dem von der Strukturmaßnahme unmittelbar betroffenen Unternehmen steht der Bestellung als Abfindungsprüfer nach ganz h.M. nicht entgegen. Der Gesetzgeber ging bei der Umsetzung des Verschmelzungsrichtlinie-Gesetzes davon aus, dass die Tätigkeit als Abschlussprüfer der Bestellung als Verschmelzungsprüfer nicht entgegenstehe. § 319 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 lit. a HGB schließt von der Prüfungstätigkeit diejenigen aus, der bei der Führung der Bücher und der Erstellung des Jahresabschlusses mitgewirkt hat; die Prüfung des Jahresabschlusses ist dagegen kein Ausschlussgrund (vgl. BT-Drucks. 9/1785 Seite 23; OLG München AG 2007, 287, 289; ZIP 2007, 375, 378 = Der Konzern 2007, 356, 359 – N.Energie; Altmeppen in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 293 d Rdn. 5; Veil/Walla in: BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2024, § 293 d Rdn. 3; Koch, AktG, a.a.O., § 293 d Rdn. 3; Mülbert in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 293 d Rdn. 9). Dann aber kann erst recht nicht die Tätigkeit von – nicht des Prüfungsteams – für eine Tochtergesellschaft der Volkswagen AG mit einem

vergleichsweise geringen Umsatzvolumen kein Bestellungsverbot begründen. Nichts anderes gilt für die Jahresabschlussprüfung bei Carebon AB in den Jahren von 2021 bis 2023 mit einem Gesamtvolumen von 21.000 € für diese drei Jahre.

- (d) Soweit und auf Leistungen für Beteiligungsgesellschaften verwiesen, die nicht in der direkten Beteiligungslinie zwischen der Volkswagen AG und der Antragsgegnerin liegen, waren diese in ihrem Umfang nicht zwingend offenzulegen. Derartige Unternehmen können nämlich nicht als verbundene Unternehmen im Sinne von § 319 Abs. 4 Satz 1 und Abs. 3 Nr. 1 HGB angesehen werden. Der Begriff des verbundenen Unternehmens im Sinne dieser Vorschrift richtet sich nämlich nach § 271 Abs. 2 HGB (vgl. Böcking/Gros/Rabenhorst in: Ebenroth/Boujong, HGB, 5. Aufl., § 319 Rdn. 14; Bormann in: BeckOGK HGB, Stand: 1.1.2024, § 319 Rdn. 92; Merkt in: Hopt, HGB, 43. Aufl., § 319 Rdn. 27 und 17). Für eine Beteiligung von mehr als 20 % an mit der MAN SE verbundenen Unternehmen bestehen keinerlei Anhaltspunkte. Auch die Voraussetzungen von § 319 Abs. 4 und Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 HGB lassen sich nicht bejahen. Das Erzielen von Gesamteinnahmen von mehr als 30 % von Unternehmen, an denen die zu prüfende Kapitalgesellschaft – also die MAN SE – mehr als 20 % der Anteile kann sich insbesondere auch unter Berücksichtigung der Wertung von § 271 Abs. 2 HGB nicht auf solche Gesellschaften beziehen, zu denen keine direkte Linie besteht. Verbundene Unternehmen im Sinne des § 271 Abs. 2 HGB sind nämlich nur solche, die im Verhältnis zueinander Mutterunternehmen und Tochterunternehmen gem. § 290 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 bis 4 HGB sind. Vor allem aber wiesen und in ihrer Stellungnahme darauf hin, dass diese Nicht-Prüfungsleistungen von untergeordneter Bedeutung waren. Dann aber kann daraus ein Grund zur Befangenheit im Sinne des § 319 Abs. 4 und Abs. 2 HGB nicht abgeleitet werden. Eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist als

Abfindungsprüfer und damit aufgrund der Verweisungskette aus §§ 327 c Abs. 2 S. 4, 293 b Abs. 1 Satz 1 AktG als Abfindungsprüfer ausgeschlossen, wenn während der Prüfung Gründe, insbesondere Beziehungen geschäftlicher, finanzieller oder persönlicher Art vorliegen, nach denen die Besorgnis der Befangenheit vorliegt. Wesentlich muss folglich sein, ob während der Prüfung weitere Anhaltspunkte auftraten. Danach liegende Ereignisse können keinen Einfluss auf die Unabhängigkeit der Prüfung haben und deshalb auch nicht die Verwertung der Erkenntnisse aus der Prüfung im Rahmen einer schriftlichen und mündlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer ausschließen. Vor allem aber muss gesehen werden, dass die Schwelle aus § 319 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 HGB nicht erreicht ist. Dabei ist vor allem zu beachten, dass die abschließende Wertung der Nichterfüllung eines Katalogtatbestands aus § 319 Abs. 3 HGB eine entsprechende Sperrwirkung entfaltet (vgl. Schüppen in: Heidel/Schall, HGB, 4. Aufl., § 319 Rdn. 25; Böcking/Gros/Rabenhorst in: Ebenroth/Boujong, HGB, a.a.O., § 319 Rdn. 10 a; Schüppen, Abschlussprüfung, 2. Aufl., § 319 Rdn. 25). Eine Besorgnis der Befangenheit ließe sich dann nur beim Vorliegen zusätzlicher Umstände bejahen (vgl. Weber in: Großkommentar zum HGB, 6. Aufl., § 319 Rdn. 18; Schüppen, Abschlussprüfung, a.a.O., § 319 Rdn. 25, Justenhoven/Nagel in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 13. Aufl., Rdn. 2), wofür keine Anhaltspunkte ersichtlich sind.

- b. Die Vorlage weiterer Unterlagen zur Planung und 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.

- (1) 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; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Einen derartigen Vortrag zur Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Abfindungsprüfer 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; Bungert/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: 1.10.2024, § 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 Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; 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: 1.10.2024, § 7 SpruchG Rdn. 10; Klöcker/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.

6. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister, die hier am 31.8.2021

erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: BeckOGK AktG, Stand: 1.10.2024, § 320 b Rdn. 13), war die Verzinsung ab dem 1.9.2021 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 52). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter

Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 34 f.).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 2. Hs. GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag je Aktie beläuft sich auf € 9,03. Da nach Mitteilung der Antragsgegnerin von dem Squeeze out 8.297.710 außenstehende Aktien betroffen sind und sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 74.928.321,30 errechnen würde, greift die Deckelung des Geschäftswerts auf € 7,5 Mio. ein. Dieser Wert bildet auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Festsetzung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung der gemeinsamen Vertreterin.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

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

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

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.