

Bericht über die Prüfung
der Angemessenheit der Barabfindung
für die beabsichtigte Übertragung
der Aktien der Minderheitsaktionäre der

Weber & Ott Aktiengesellschaft, Forchheim,

auf die

RSL Investment GmbH, Forchheim,

gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 2, 293e Abs. 1 AktG

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BB	Betriebs-Berater
BewG	Bewertungsgesetz
BewP	BewertungsPraktiker
BGH	Bundesgerichtshof
BilRUG	Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Corporate Finance Magazin
DB	Der Betrieb
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW

Abkürzung	Bezeichnung
FB	Finanz Betrieb
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW Fachnachrichten
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
LG	Landgericht
me & myJeans	me & myJeans GmbH, Forchheim
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Retail	Weber & Ott Retail GmbH, Forchheim
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Nürnberg
Rosner	Rosner Avantgarde Mode GmbH, Forchheim
RSL Investment GmbH	RSL Investment GmbH, Forchheim
Toni	TONI DRESS DAMENMODEN GMBH, Forchheim
Wappen	WAPPEN MEN'S FASHION GMBH, Forchheim
Weber & Ott AG	Weber & Ott Aktiengesellschaft, Forchheim
Weber & Ott-Gruppe	Konzernkreis der Weber & Ott AG
WM	Zeitschrift Wertpapier-Mitteilung für Wirtschafts- und Bankrecht

Abkürzung

Bezeichnung

WPg

Die Wirtschaftsprüfung

WpÜGAngebV

Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots

ZIP

Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c, § 293e AktG	5
I. Übertragungsbeschluss	5
II. Bericht des Hauptaktionärs	5
III. Prüfungsbericht	6
C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	7
I. Allgemeines	7
II. Bewertungsgrundsätze	8
1. Ertragswert	8
2. Liquidationswert	10
3. Substanzwert	10
4. Börsenwert	11
5. Vergleichsorientierte Bewertung	11
6. Vorerwerbe durch die RSL Investment GmbH	12
III. Ergebnis	13
D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	14
E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	16
I. Bewertungsobjekt	16
II. Bewertungsstichtag	19
III. Ertragswert	19
1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	19
2. Planungsrechnung	23
a) Planungsprozess	23
b) Plan-Ist-Vergleich	24
c) Operative Planung	27
aa) Allgemeine Planungsplausibilisierung	27
bb) Markt- und Wettbewerbsumfeld	30
cc) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen	34
d) Finanzergebnis	34

e) Unternehmensteuern	35
f) Anteile Dritter am Jahresüberschuss	36
g) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung	36
3. Kapitalisierungszinssatz	41
a) Basiszinssatz	41
b) Risikozuschlag	44
aa) Marktrisikoprämie	45
bb) Betafaktor	56
c) Wachstumsabschlag	65
d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	70
4. Ertragswertberechnung	71
a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung	71
b) Veräußerungsgewinnbesteuerung	72
c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	76
IV. Sonderwerte	77
V. Unternehmenswert	79
VI. Börsenkurs	80
VII. Vergleichsorientierte Bewertung	80
VIII. Sensitivitäten	81
IX. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	83
F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	84
G. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	85

Anlagen

Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 17. Mai 2019

Anlage 1

Allgemeine Auftragsbedingungen

Anlage 2

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen
in Höhe von \pm einer Einheit (EUR, % usw.) auftreten.

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

RSL Investment GmbH, Forchheim,

(im Folgenden auch „RSL Investment GmbH“),

soll die ordentliche Hauptversammlung der

Weber & Ott Aktiengesellschaft, Forchheim,

(im Folgenden auch „**Weber & Ott AG**“ oder „Gesellschaft“),

Gesellschaft am 28. August 2019 gemäß § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RSL Investment GmbH als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs – hier der RSL Investment GmbH – vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat uns auf Antrag der RSL Investment GmbH ausgewählt und mit Beschluss vom 17. Mai 2019 gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt (vgl. Anlage 1). Wir bestätigen analog § 321 Abs. 4a HGB, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1 i. d. F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsführung der RSL Investment GmbH der sachverständigen Unterstützung durch KPMG bedient, die hierzu eine gutachtliche

Stellungnahme abgegeben haben. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der Weber & Ott AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der Weber & Ott AG und der Geschäftsführung der RSL Investment GmbH jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung in den Geschäftsräumen der Weber & Ott AG sowie in unserem Büro in Stuttgart durchgeführt und am 28. Juni 2019 abgeschlossen. Wir haben dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters KPMG durchgeführt, und dabei auf der Grundlage von Zwischenergebnissen zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts sowie den Endergebnissen geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit dem Bewertungsgutachter bzw. Vertretern der Weber & Ott AG statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
29. Mai 2019	KPMG, Ebner Stolz	Erste zeitliche und inhaltlich Abstimmung	Telefonkonferenz
5. Juni 2019	Weber & Ott AG, KPMG, Ebner Stolz	Planungsprozess, Planannahmen, Begehung Liegenschaften	Geschäftsräume der W&O AG in 91301 Forchheim
18. Juni 2019	KPMG, Ebner Stolz	Nicht betriebsnotwendige Immobilien, Darstellung des Net Debt zu Bewertungszwecken	Telefonkonferenz
19. Juni 2019	Weber & Ott AG, KPMG, Ebner Stolz	Plan-Ist-Vergleich	Telefonkonferenz
24. Juni 2019	KPMG, Ebner Stolz	Ableitung nachhaltiges Ergebnis	Telefonkonferenz
25. Juni 2019	KPMG, Ebner Stolz	Modellierung Anpassung der Pensionsverpflichtungen an marktgerechten Zinssatz	Telefonkonferenz
26. Juni 2019	KPMG, Ebner Stolz	Finaler Modellcheck	Geschäftsräume der KPMG, Niederlassung Stuttgart

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums zahlreiche weitere Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen weiteren Wirtschaftsprüfer sowie zwei erfahrene (Senior-)Consultants unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der Hauptversammlung der Weber & Ott AG über die Übertragung der Aktien der

Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 28. August 2019 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Weber & Ott AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Konzernjahresabschlüsse, die Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der Weber & Ott AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse bzw. der Konzernjahresabschlüsse und der Konzernlageberichte der Weber & Ott AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer Rödl & Partner bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 2 beigelegt sind.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Squeeze-out der Weber & Ott AG beteiligten Parteien und deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den Minderheitsaktionären der Weber & Ott AG in Kopie zur Verfügung gestellt werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht der RSL Investment GmbH über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Weber & Ott AG auf die RSL Investment GmbH sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung mit Stand vom 27. Juni 2019 einschließlich vorangegangener Entwürfe
- Gutachtliche Stellungnahme von KPMG zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Weber & Ott AG vom 27. Juni 2019 (einschließlich vorangegangener Entwürfe) als Anlage 5 zum Übertragungsbericht
- Berichte von Rödl & Partner über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der Weber & Ott AG nach HGB für die Geschäftsjahre 2017 und 2018
- Berichte von Rödl & Partner über die Prüfung des Jahresabschlusses der Weber & Ott AG sowie der in den Konzernabschluss der Weber & Ott AG einbezogenen Tochterunternehmen für die Geschäftsjahre 2017 und 2018
- Ertrags- und Bilanzplanungsrechnung der Weber & Ott AG für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 sowie zugrunde liegende Planannahmen

- interne Controlling-Auswertungen der Weber & Ott AG
- Satzung der Weber & Ott AG mit Stand vom 29. November 2016
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der Weber & Ott AG vom 15. März 2016 bis zum 12. März 2019
- Handelsregisterauszug der Weber & Ott AG sowie der RSL Investment GmbH jeweils vom 20. Mai 2019
- Bewertungsunterlagen von KPMG
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c, § 293e AktG

I. Übertragungsbeschluss

Nach § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die RSL Investment GmbH hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 8,95 je Stückaktie der Weber & Ott AG festgelegt.

Nach § 327a Abs. 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, dass dem Hauptaktionär 95 % (oder mehr) der Anteile am Grundkapital gehören. Das Grundkapital der Weber & Ott AG in Höhe von EUR 3.899.150,00 ist eingeteilt in 3.899.150 nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je EUR 1,00. Die Weber & Ott AG hält zum Ende der Prüfungsarbeiten keine eigene Anteile. Zum Ende der Prüfungsarbeiten verfügte der Hauptaktionär entsprechend der vorgelegten Depotbescheinigung vom 27. Juni 2019 unmittelbar über 3.828.618 Aktien bzw. rund 98,2 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 327a AktG.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Weber & Ott AG gehen gemäß § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Weber & Ott AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär, die RSL Investment GmbH, über.

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Weber & Ott AG nach § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, der ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

II. Bericht des Hauptaktionärs

Der Hauptaktionär der Weber & Ott AG – die RSL Investment GmbH – hat der Hauptversammlung der Weber & Ott AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in

dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht, einschließlich der dort als Anlage 5 enthaltenen gutachtlichen Stellungnahme, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen – wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien – nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

III. Prüfungsbericht

Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e, § 327c Abs. 2 AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die vom Hauptaktionär – hier der RSL Investment GmbH – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob die zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet und die Zukunftsschätzungen plausibel sind.

Nach §§ 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, 327c Abs. 2 S. 4 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

I. Allgemeines

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs relevant ist. Der Übertragungsbericht enthält in dem Abschnitt V. die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In dem als Anlage 5 zum Übertragungsbericht beigefügten Bewertungsgutachten wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i. d. F. 2008), gefunden haben. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von KPMG erstellte Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten (vgl. OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 18/14, Tz. 44 (BeckRS)). Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ergibt. Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 31).

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die im Übertragungsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zur angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung für zutreffend.

II. Bewertungsgrundsätze

1. Ertragswert

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet somit den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der Weber & Ott AG von KPMG nach dem in der Praxis aktienrechtlicher Bewertungsanlässe in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields, sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 101), hat der Bewertungsgutachter auf eine zusätzliche Darstellung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch das vorliegende Gutachten von KPMG nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (vgl. BVerfG, 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, Tz. 30 (juris); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14/14, Tz. 36 (bundesgerichtshof.juris); OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, Tz. 10 (juris)). Die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (vgl. OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 179 (juris)).

Bei der Betrachtung möglicher Synergien bietet es sich an, zwischen echten und unechten Synergieeffekten zu differenzieren. Echte Synergieeffekte werden erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: Squeeze-out) realisiert. Sogenannte unechte

Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung des Squeeze-out realisieren lassen (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120). Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 34). Dies gilt jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS)). Echte Synergieeffekte sind im Rahmen der objektivierten Bewertung nicht zu erfassen (vgl. OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, Tz. 146 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, AG 2011, S. 420, 421; OLG Düsseldorf, 9. September 2009, ZIP 2009, S. 2055, 2058; OLG Düsseldorf, 27. Februar 2004, AG 2004, S. 324, 327; OLG Stuttgart, 4. Februar 2000, DB 2000, S. 709, 710).

Durch die bereits seit rund 15 Jahren bestehende Mehrheitsbeteiligung der RSL Investment GmbH an der Weber & Ott AG sind die daraus resultierenden Synergien nach den uns erteilten Auskünften vollständig realisiert. Insoweit sind ohne Durchführung der hier der Bewertung zu Grunde liegenden Maßnahme (Squeeze-out) keine weiteren Synergieeffekte zu erwarten.

Gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Im Rahmen der Fortführungsphase (sogenannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. Die Annahme einer kapitalwertneutralen Anlage gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008 kann im Rahmen einer Bewertung auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden, die diese letztlich über Wertsteigerungen realisieren können. Hieraus resultiert aus Sicht der typisierten Anteilseigner ein Wertbeitrag aus Thesaurierung, der unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegt.

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die vom Anteilseigner realisierten Veräußerungsgewinne aus dem Unternehmen zu berücksichtigen.

Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten Überschüsse ermittelt. Auch sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Nach den berufsständischen Bewertungsgrundsätzen und unserer Auffassung ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93).

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerenebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.

2. Liquidationswert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 5).

Nach der Rechtsprechung kommt es auf den Liquidationswert allenfalls dann an, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris)). Beides ist hier nicht der Fall. Die Ertragsaussichten der Weber & Ott AG sind nicht dauerhaft negativ. Daher stellt der Liquidationswert für die Weber & Ott AG keinen Mindestwert dar.

Da im vorliegenden Fall die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, hat der Bewertungsgutachter KPMG auf die Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen der gutachtlichen Stellungnahme verzichtet. Eine überschlägige Schätzung des Liquidationswertes führte zum Ergebnis, dass der Liquidationswert deutlich unter dem Ertragswert liegt.

3. Substanzwert

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, AG 2009, S. 667, 668; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 329; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Dezember 2009, 5 HK 15746/02, Der Konzern 2010, S. 188, 194). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

4. Börsenwert

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA-Entscheidung vom 27. April 1999 (AG 1999, S. 566 ff.) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH (19. Juli 2010, AG 2010, S. 629, 630) auch auf Squeeze-outs Anwendung findet.

Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengung der einzelne Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist (vgl. OLG Düsseldorf, 4. Oktober 2006, 26 W 7/06, DB 2006, S. 2391, 2395; LG Frankenthal, 13. August 2013, 2 HK O 120/10, Beschlusstext S. 13 f.).

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZR 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen. Der BGH hat mit diesem Beschluss seine vorherige Rechtsprechung teilweise aufgegeben und sich der überwiegenden Auffassung im Schrifttum (vgl. für alle: Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 335 f.) und der Bewertungspraxis angeschlossen.

Mit Wirkung zum 1. Juli 2016 - und damit über drei Jahre vor dem Stichtag der beschlussfassenden Hauptversammlung erfolge ein Widerruf der Zulassung der Aktien der Weber & Ott AG zum Börsenhandel.

Demzufolge hat der Bewertungsgutachter sachgerecht von der Berücksichtigung eines Kurses bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung abgesehen (vgl. hierzu unsere Ausführungen unter E.VI.).

5. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer

ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikatorbewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris)). Der Bewertungsgutachter hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Börsenmultiplikatoren (sog. Trading Multiples) durchgeführt.

Wir haben die Multiplikator-Bewertung durch KPMG auf Basis der uns vorliegenden Kapitalmarktdatenbank Bloomberg nachvollzogen. Unsere Analyse ergibt keine Hinweise darauf, dass der fundamentale, nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert nicht angemessen ist.

6. Vorerwerbe durch die RSL Investment GmbH

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., 2015, § 305, Tz. 82; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet

ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär bezahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632), dem OLG München (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS)), dem OLG Düsseldorf (12. November 2015, I-26 W 9/14, Tz. 49 (BeckRS)), dem OLG Stuttgart (4. Mai 2011, 20 W 11/08, AG 2011, S. 560, 562), dem OLG Frankfurt (24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 30 (juris)) sowie dem OLG Hamburg (27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext, S. 7) nochmals festgehalten. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

III. Ergebnis

Zusammengefasst halten wir die vorgenommene Ableitung des Unternehmenswerts unter Ertragswertgesichtspunkten zur Ableitung der angebotenen Barabfindung für angemessen im Sinne des § 327a AktG.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswerts (unter Einbezug von Sonderwerten) zur Ermittlung der Barabfindung entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach §327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die angemessene Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär berücksichtigen. Die Barabfindung ist angemessen, wenn sie dem vollen Wert der jeweils übertragenen Aktien entspricht. Dieser entspricht dem quotalen Wertanteil am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Der Unternehmensbewertung liegt die Planung der Weber & Ott AG für die Geschäftsjahre 2019 (Budget) bis 2021 zugrunde. Das Geschäftsjahr 2022 stellt aus bewertungstechnischer Sicht das erste Rentenjahr dar. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung, Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie veröffentlichte marktspezifische Informationen von qualitativem Aussagewert gestützt. Die benannten Auskunftspersonen innerhalb der Weber & Ott AG haben uns die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen und Steigerungsraten ermittelt und diese mit vorliegenden Marktinformationen abgeglichen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen zur Planung.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses, des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der Weber & Ott AG sowie die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses der Tochtergesellschaften der Weber & Ott AG für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 zur Verfügung. Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von den Auskunftspersonen in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die vom Bewertungsgutachter in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle sowie das Bewertungsgutachten herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder gegebenenfalls in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Die uns zur Verfügung gestellten Planungsrechnungen und Bewertungsergebnisse haben wir in unser Bewertungsmodell übernommen und die rechnerische Richtigkeit auf konsolidierter Ebene geprüft. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i. d. F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

- Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
- Plausibilität und Aktualität der Planungsrechnung,
- Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
- zutreffende Anwendung des IDW S 1 i. d. F. 2008,
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung,
- Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors.

Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen Ebner Stolz und KPMG keine sich auf unser Angemessenheitsurteil auswirkenden Meinungsunterschiede mehr gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Die in Abschnitt C. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der Weber & Ott AG haben wir uns – wie im Folgenden erläutert – überzeugt.

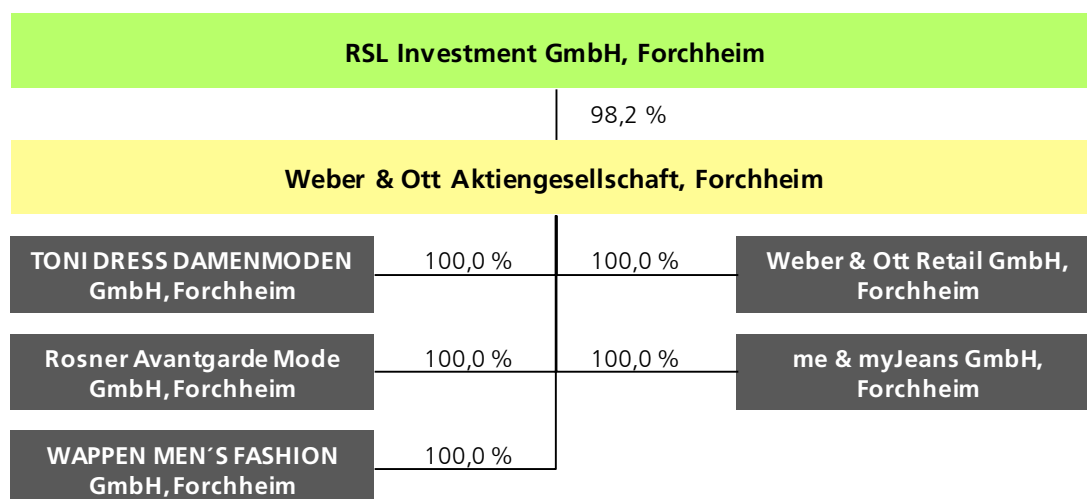
Der Unternehmenswert der Weber & Ott AG wurde vom Bewertungsgutachter unter Heranziehung des Ertragswerts zuzüglich der Sonderwerte abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der Weber & Ott AG angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

I. Bewertungsobjekt

Unsere Prüfung bezieht sich auf die vom Hauptaktionär – der RSL Investment GmbH – festgelegte Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär der Weber & Ott AG. Bewertungsobjekt ist folgerichtig die Weber & Ott AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften. Wir bezeichnen im Folgenden die Weber & Ott AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften auch als „Weber & Ott-Gruppe“ oder „Gruppe“.

Die Organisationsstruktur der Weber & Ott-Gruppe ist in der folgenden Grafik dargestellt:



Quelle: Eigene Darstellung nach Angaben der Weber & Ott AG

Die Weber & Ott-Gruppe produziert und vermarktet über die operativ tätigen Tochtergesellschaften im Wesentlichen Damenhosen und Herrenhemden. Mit einem Umsatzanteil von rund 80 % im Geschäftsjahr 2018 stellen Damenhosen das größte Produktsegment der Gesellschaft dar. Darüber hinaus erzielt die Gesellschaft Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Damenoberteilen, Damenblusen, funktioneller Arbeitsbekleidung sowie sonstigen Modeartikeln.

Innerhalb der Weber & Ott-Gruppe agiert die Weber & Ott AG als Management- und Finanz-Holding. Der Konsolidierungskreis der Weber & Ott-Gruppe umfasst darüber hinaus die operativ tätigen Tochterunternehmen TONI DRESS DAMENMODEN GmbH, Forchheim, WAPPEN MEN'S FASHION GmbH, Forchheim, Rosner Avantgarde Mode GmbH, Forchheim sowie die Weber & Ott Retail GmbH, Forchheim. Die me & myJeans GmbH, Forchheim hat ihre operative Geschäftstätigkeit zum 31. Dezember 2012 eingestellt. Aufgrund der mit Toni, Wappen, Rosner sowie me & my Jeans bestehenden Gewinnabführungsverträge besteht zwischen den genannten Gesellschaften und der Weber & Ott AG als Organträgerin eine körperschaftsteuerliche sowie gewerbsteuerliche Organschaft.

Die im Bereich Modehandel tätige Weber & Ott-Gruppe ist vor allem auf das Design bzw. die Produktentwicklung, den Einkauf sowie den Vertrieb an Händler spezialisiert. Die Entwicklung der Kollektionen erfolgt am Standort Forchheim in Deutschland. Die Produktion findet hingegen überwiegend durch passive Lohnveredelung in Südosteuropa statt. Im Geschäftsjahr 2018 produzierte die Gesellschaft 2,4 Mio. Teile. Hiervon wurden 90 % im Rahmen der passiven Lohnveredelung aus Südosteuropa bezogen. Die übrige Beschaffung erfolgte über Vollzukaufgeschäft vorrangig aus Asien.

Die operativen Tochterunternehmen der Weber & Ott-Gruppe verantworten die Warenbeschaffung, die Produktion sowie die Vermarktung der Fertigerzeugnisse. Die von der Gesellschaft am Markt angebotenen Marken können den rechtlichen Gesellschaften zugeordnet werden. Toni vertreibt unter der Marke „TONI“ Damenhosen und Oberteile mit einer primären Zielgruppe von Frauen über 40 Jahren. Darüber hinaus vertreibt Toni unter der Marke „Relaxed by TONI“ klassische Damenhosen und Röcke primär für eine ältere Zielgruppe. Zusätzlich vertreibt die Gesellschaft im Segment Private Label in geringem Umfang Produkte im Auftrag von Dritten. Rund 67 % der Gesamtumsatzerlöse des Geschäftsjahres 2018 entfielen auf die beiden von Toni verantworteten Marken TONI und Relaxed by TONI. Neben Toni vertreibt Rosner Damenhosen unter der namensgleichen Marke. Vorteile gegenüber Wettbewerbern bestehen auskunftsgemäß insbesondere in einer optimalen Passform.

Der Vertrieb von Herrenhemden erfolgt durch das Unternehmen Wappen unter der Marke DESOTO. Kernprodukt ist eine Linie von legeren Business-Hemden aus bequemem und pflegeleichtem Jersey-Stoff. Das damit verbundene entwicklungs- und produktionstechnische Know-how stellt einen Vorteil gegenüber dem Wettbewerb dar. Über das im Aufbau befindliche Segment werden darüber hinaus Polohemden und Damenblusen vertrieben. Zusätzlich vertreibt Wappen im Segment Megadress, Workwear und Behörde funktionale Arbeitsbekleidung.

Die Hauptkunden der Gruppe sind vor allem Kaufhäuser, große Textileinzelhändler und Boutiquen. Der Vertrieb erfolgt auch (im überschaubaren Umfang) im Rahmen von Kommissions- oder Konsignationsgeschäften. Der Verkauf an den Endkunden erfolgt hierbei durch die Händler auf ihren Verkaufsflächen. Zusätzlich betreiben die Gesellschaften Toni und Rosner eigene Onlineshops und werden über den klassischen Versandhandel vertrieben. Über das Unternehmen Retail betreibt die Gesellschaft darüber hinaus Outlet-Stores, über welche Waren aus Retouren oder Überproduktionen als auch (in geringem Umfang) zugekaufte Produkte zu reduzierten Preisen vermarktet werden. Mithin ist die Gesellschaft durch den Vertrieb über die unternehmenseigenen Outlet-Stores bestrebt, das insbesondere mit dem Konsignations- und Kommissionsgeschäft verbundene Warenrisiko zu reduzieren. Die Weber & Ott-Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2018 rund 67,0 % der Bruttoumsatzerlöse in Deutschland. Zweitwichtigste Absatzregion sind die Niederlande mit einem Anteil an den Bruttoumsatzerlösen des Geschäftsjahres 2018 in Höhe von rund 15,0 %. Weitere wesentliche Absatzländer sind Frankreich, Belgien, Österreich sowie die Schweiz.

Für die Bewertung einer Unternehmensgruppe wie der Weber & Ott-Gruppe kommen grundsätzlich unterschiedliche Methoden in Betracht. Nach dem Sum of the Parts-Ansatz kann jedes Konzernunternehmen einzeln und isoliert bewertet und der Wert des Konzerns durch Addition der Einzelwerte ermittelt werden. Alternativ kann der Wert des Konzerns auch direkt als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Die dritte Form stellt das sogenannte Dividendenstrommodell dar, bei dem die Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf Ebene des Mutterunternehmens, hier der Weber & Ott AG, erfasst werden.

Die vom Vorstand der Weber & Ott AG erstellte und uns zur Verfügung gestellte Planung der Weber & Ott-Gruppe besteht aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie einer korrespondierenden Planbilanz jeweils auf Ebene der rechtlichen Einheiten als auch auf Konzernebene. Die auf Konzernebene erstellte konsolidierte Planungsrechnung (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz.20) bildet das Bewertungsobjekt sachgerecht ab.

II. Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 28. August 2019 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der Weber & Ott AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

Der Bewertungsgutachter hat im Bewertungsmodell als technischen Bewertungsstichtag den 31. Dezember 2018 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres auf den Bewertungsstichtag 28. August 2019 aufgezinst.

Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht. Wir haben uns von der rechnerischen Richtigkeit der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag und der vorausgehenden Abzinsung überzeugt.

III. Ertragswert

1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen hat der Bewertungsgutachter KPMG die Vergangenheitsergebnisse der Weber & Ott-Gruppe für die Geschäftsjahre 2016 bis 2018 gemäß dem Management Reporting, dem auch die Planungsrechnung der Gesellschaft folgt, analysiert und Aufwendungen und Erträge weiter aufgliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen. Die Zahlen des Management Reporting stimmen mit den geprüften Konzernabschlüssen der Gruppe auf Ebene von EBITDA, EBIT und Jahresergebnis überein. Ein abweichender Ausweis von Erträgen und Aufwendung besteht auf Ebene der Umsatzerlöse und der sonstigen betrieblichen

Erträge sowie geringfügig auf Ebene der Personalaufwendungen und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Der Hintergrund für den abweichenden Ausweis auf Ebene der Umsatzerlöse und den sonstigen betrieblichen Erträgen ist im Wesentlichen auf Mieterträge, Sachbezüge und Erlöse aus Stoffverkäufen zurückzuführen, welche im Geschäftsbericht der Gesellschaft unter Umsatzerlösen ausgewiesen sind und im internen Management Reporting in den sonstigen betrieblichen Erträgen enthalten sind.

Neben der Bereinigung der Ertragslage um Sachverhalte mit Einmalcharakter war es vorliegend von Bedeutung, bewertungstechnische Anpassungen vorzunehmen, welche ebenso die Planungsrechnung betreffen. Die von KPMG vorgenommenen Bereinigungen der Ertragsentwicklung gliedern sich wie folgt:

- Nicht betriebsnotwendige Immobilien,
- Anpassung der Bewertung der Pensionszusagen bei den Unterstützungskassen,
- Umgliederung von Verzugszinsen in die sonstigen betrieblichen Erträge,
- Eliminierung von weiteren Sondereffekten und Sachverhalten mit Einmalcharakter.

Ausgangspunkt für die Vergangenheitsanalysen war die Ergebnisentwicklung der Weber & Ott-Gruppe für die Geschäftsjahre 2016 bis 2018 gemäß dem Management Reporting. Die unbereinigte Ertragslage stellt sich demnach wie folgt dar:

Weber & Ott-Gruppe GuV, unbereinigt	2016		2017		2018	
	TEUR		TEUR		TEUR	
	Ist	%	Ist	%	Ist	%
Bruttoerlöse	63.952	100,9	69.159	102,6	69.817	102,2
./. Erlösschmälerungen	2.352	3,7	2.592	3,8	2.649	3,9
Netto-Umsatzerlöse	61.600	97,2	66.566	98,7	67.168	98,3
+ Bestandsveränderung	1.800	2,8	864	1,3	1.129	1,7
Gesamtleistung	63.400	100,0	67.430	100,0	68.297	100,0
./. Materialaufwand	37.752	59,5	39.358	58,4	39.850	58,3
Rohhertrag	25.648	40,5	28.073	41,6	28.447	41,7
+ Sonstige betriebliche Erträge	1.271	2,0	1.301	1,9	1.242	1,8
./. Personalaufwand	13.039	20,6	13.752	20,4	14.512	21,2
./. Sonstige Aufwendungen	10.689	16,9	11.354	16,8	11.618	17,0
./. Sonstige Steuern	48	0,1	54	0,1	48	0,1
EBITDA	3.143	5,0	4.214	6,2	3.511	5,1
./. Abschreibungen	1.291	2,0	1.274	1,9	1.300	1,9
EBIT	1.852	2,9	2.939	4,4	2.211	3,2

Darüber hinaus lagen uns die Ertrags- und Vermögensentwicklungen der rechtlichen Einheiten der Gruppe gemäß dem Management Reporting, die geprüften Jahresabschlüsse der Einzelgesellschaften, interne Controlling-Auswertung der den Bruttoerlösen zugrundeliegenden Preis- und Mengenentwicklungen der operativen Gesellschaften Toni, Wappen und Rosner sowie interne Auswertungen zur Personal- und Abschreibungsplanung vor. Auf dieser Basis haben wir die Analysen des Bewertungsgutachters einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Das Bewertungsgutachten von KPMG enthält auf den Seiten 36 ff. Erläuterungen zu den durchgeführten Bereinigungen.

Weber & Ott-Gruppe	2016	2017	2018
Bereinigungen	TEUR	TEUR	TEUR
	Ist	Ist	Ist
EBIT vor Bereinigungen	1.852	2.939	2.211
Bereinigungen aus Plananpassung			
<i>Nicht betriebsnotwendiges Vermögen</i>			
Mieteträge	217	264	282
Nebenkosten	78	85	93
Abschreibungen	93	96	93
Sonstige Steuern	8	8	8
<i>Pensionsrückstellungen</i>			
Pensionsrückstellungen Art. 67 EGHGB	74	74	74
<i>Zinsen</i>			
Umgliederung Verzugszinsen in die sonstigen betrieblichen Erträge	33	32	31
Summe Bereinigungen aus Plananpassungen	68	30	16
Bereinigungen aus neutralen Erträgen und Aufwendungen			
Forderungsverluste	333	65	17
<i>Neutrale Aufwendungen</i>	333	65	17
Erträge aus Schadensfällen	18	11	9
Erträge aus Zinsänderung Pensionsrückstellungen	300	0	0
Abgang von Vermögensgegenständen des Anlagevermögens	5	0	0
Auflösung von Rückstellungen	0	0	76
Herabsetzung der Wertberichtigung	50	18	11
Ablöse für Personal	200	0	0
Instandhaltungsrücklage	0	102	0
<i>Neutrale Erträge</i>	573	131	96
	0	0	0
Summe neutrale Erträge und Aufwendungen	-240	-66	-79
Summe Bereinigungen	-172	-35	-63
EBIT nach Bereinigungen	1.680	2.904	2.148

Die **Bereinigungen aus Plananpassung** betreffen die als Sonderwert angesetzten nicht für das operative Geschäft genutzten Immobilien, bewertungstechnische Anpassungen der Pensionsrückstellungen sowie Umgliederung von im Finanzergebnis ausgewiesenen Verzugszinsen in das operative Ergebnis.

Der Bewertungsgutachter KPMG hat korrespondierend zur Bereinigung der Ertragslage die von der Gesellschaft erstellte Planbilanz vor dem Hintergrund der als Sonderwert angesetzten Immobilien und der bewertungstechnischen Anpassung der Pensionsrückstellungen aufgrund der im HGB normierten Zinstypisierung angepasst. Darüber hinaus erfolgte eine Umgliederung der sonstigen Ausleihungen in die verzinslichen Vermögensgegenstände sowie eine Korrektur der Planbilanz um die Differenzen zwischen der der Planbilanzerstellung zugrundeliegenden Hochrechnung 2018 und den IST-Zahlen 2018.

Wir haben uns im Rahmen unserer Arbeiten davon überzeugt, dass die von KPMG gewählte Vorgehensweise in allen Punkten angemessen ist und sachgerecht umgesetzt wurde.

Neben den vorstehend benannten, technisch bedingten Anpassungen hat KPMG darüber hinaus auch Sachverhalte mit Einmalcharakter aus den Vergangenheitszahlen eliminiert, um die Planungsrechnung besser einordnen zu können (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25) . Die von KPMG vorgenommenen Bereinigungen umfassten dabei folgende Sachverhalte:

- Forderungsverluste,
- Erträge aus Schadensfällen
- Erträge aus der erstmaligen Anwendung der Regelungen des BilRUG bei der Abzinsung von Pensionsrückstellungen
- Erträge aus dem Abgang von Vermögensgegenständen des Anlagevermögens
- Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen
- Erträge aus der Herabsetzung der Wertberichtigung
- Erträge aus der Ablöse für Personal
- Erträge aus der Instandhaltungsrücklage.

Die von KPMG bereinigte Ertragsentwicklung der Gruppe stellt sich im Einzelnen wie folgt dar:

Weber & Ott-Gruppe GuV, bereinigt	2016		2017		2018	
	TEUR		TEUR		TEUR	
	Ist	%	Ist	%	Ist	%
Bruttoerlöse	63.952	100,9	69.159	102,6	69.817	102,2
./. Erlösschmälerungen	2.352	3,7	2.592	3,8	2.649	3,9
Netto-Umsatzerlöse	61.600	97,2	66.566	98,7	67.168	98,3
+ Bestandsveränderung	1.800	2,8	864	1,3	1.129	1,7
Gesamtleistung	63.400	100,0	67.430	100,0	68.297	100,0
./. Materialaufwand	37.752	59,5	39.358	58,4	39.850	58,3
Rohrertrag	25.648	40,5	28.073	41,6	28.447	41,7
+ Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt)	814	1,3	938	1,4	895	1,3
./. Personalaufwand	13.339	21,0	13.752	20,4	14.512	21,2
./. Sonstige Aufwendungen (bereinigt)	10.204	16,1	11.130	16,5	11.434	16,7
./. Sonstige Steuern (bereinigt)	40	0,1	46	0,1	41	0,1
EBITDA (bereinigt)	2.879	4,5	4.082	6,1	3.355	4,9
Abschreibungen (bereinigt)	1.198	1,9	1.179	1,7	1.207	1,8
EBIT (bereinigt)	1.680	2,7	2.904	4,3	2.148	3,1
EBIT (unbereinigt, nachr.)	1.852	2,9	2.939	4,4	2.211	3,2
Bereinigung (Plananpassung, nachr.)	172	0,27	36	0,1	63	0,1

Wir haben die Überleitungsrechnungen sowie die Bereinigungen anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen. Zudem haben wir die Bereinigungen auf Vollständigkeit und Richtigkeit überprüft sowie die Gründe für die Entwicklung in der Vergangenheit nachvollzogen. Wir halten die von KPMG vorgenommenen Bereinigungen für sachgerecht.

2. Planungsrechnung

a) Planungsprozess

Die Planung der Weber & Ott-Gruppe umfasst Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Bilanzen für die einzelnen Konzerngesellschaften, welche auf Gruppenebene konsolidiert werden. Der Planungshorizont der Weber & Ott-Gruppe erstreckt sich über einen Zeitraum von drei Jahren und umfasst damit die Geschäftsjahre 2019 bis 2021. Die Planungsrechnungen sind Gegenstand des konzerninternen Berichtswesens, dienen mithin der Intensivierung der Steuerungseinheiten und unterstellen nach Auskunft des Managements eine positive Entwicklung des bestehenden Unternehmenskonzepts.

Der Planungsprozess der Gesellschaft folgt einer Kombination aus Top-Down- und Bottom-Up-Ansatz. Im Rahmen der Umsatzplanung des ersten Planjahrs (sogenanntes Budget) werden zunächst durch das Management und die Key-Account-Manager gemeinsam auf der Grundlage der Vorjahresentwicklung sowie unter Berücksichtigung branchenspezifischer kunden- und wettbewerbsseitiger Entwicklungen Zielvorgaben auf Produktgruppen-Ebene (Hemden, Hosen, Oberteile etc.) und Vertreter-Ebene erstellt. Key Account Kunden werden vom Retailmanagement auf Kundenebene geplant. Die Zielsetzungen werden an Vertreter und Außendienst kommuniziert, welche eine auf Kundenebene basierende Umsatzplanung erstellen. Jeweils zum Oktober erfolgt die Erstellung der abgestimmten Planung je Kollektion (Sommer/Winter), Produkt, Kundengruppe sowie gegliedert nach Vororder und Nachorder. Basierend auf der Umsatzplanung erfolgt die Aufwands-, Investitions- und Personalplanung. Die Deckungsbeitragsplanung wird unter der Annahme konstanter Beschaffungspreise vergangenheitsorientiert erstellt. Die Planung der Umsatzerlöse aus Onlineshops und Versandhandel erfolgt separat. Die Planung der beiden auf das Budget-Jahr folgenden Planjahre (Grobplanungsphase) basiert entsprechend den Erwartungen des Managements ausschließlich auf einem Top-Down-Ansatz und weist einen geringeren Detaillierungsgrad auf.

Die Planung wurde entsprechend dem regulären Planungsprozesszyklus im Oktober 2018 erstellt und am 11. Dezember 2018 dem Aufsichtsrat vorgelegt und von diesem genehmigt.

Der Vorstand hat uns bestätigt, dass die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planungsrechnungen der Weber & Ott-Gruppe vom Oktober 2018, die zugrunde liegenden Planannahmen sowie die mit der Planung einhergehenden Erläuterungen seinen Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge, Aufwendungen und Cashflows entsprechen.

b) Plan-Ist-Vergleich

Zur Analyse der Planungsgenauigkeit der Gesellschaft hat der Bewertungsgutachter KPMG die jeweiligen Dreijahresplanungsrechnungen aus den Geschäftsjahren 2012 bis 2017 der tatsächlich erzielten Gesamtleistung und bereinigten EBIT gegenübergestellt (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 26). Bei der Bereinigung des EBIT wurde im Sinne einer konsistenten Darstellung die bewertungstechnische Plananpassung nicht berücksichtigt. Das Vorgehen des Bewertungsgutachter erachten wir als sachgerecht.

Der Bewertungsgutachter KPMG stellt im Ergebnis einen hohen Ambitionsgrad hinsichtlich der Planung der Gesamtleistung sowie eine starke Abhängigkeit der Qualität der Ergebnisplanung von externen Faktoren fest. Gemäß den erteilten Auskünften der Gesellschaft spiegelt sich der Einfluss von externen Faktoren insbesondere im Geschäftsjahr 2018 wider, in welchem im Wesentlichen ein außergewöhnlich heißes Frühjahr und ein zu heißer Herbst Ursache der negativen Planabweichung

waren. Darüber hinaus stellt KPMG eine Zunahme der Planungsunsicherheit mit der Länge des Planungszeitraums fest. Das Management der Weber & Ott-Gruppe bestätigt, dass der Planung teilweise ambitionierte Planannahmen zugrunde liegen, die Planung aber dennoch die Erwartungshaltung der Gesellschaft hinsichtlich der für die Jahre 2019 bis 2021 erwarteten Ertragsentwicklung widerspiegelt.

Ergänzend zum Vorgehen des Bewertungsgutachters haben wir anstelle der Gesamtleistungen auf die Netto-Umsatzerlöse abgestellt. Darüber hinaus haben wir auf Ebene des EBIT keine Bereinigung vorgenommen, um die erwartete Ertragslage den tatsächlich erzielten Erträgen gegenüberzustellen. Unser Plan-Ist-Vergleich stellt sich wie folgt dar:

Weber & Ott-Gruppe		Netto-Umsatzerlöse					
		Planjahr					
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahr der Planerstellung	2012	-4,9%	2,7%	-3,3%			
	2013		-6,7%	-14,2%	-16,7%		
	2014			-10,5%	-15,6%	-16,4%	
	2015				-3,6%	-3,3%	-9,7%
	2016					1,9%	-6,0%
	2017						-6,9%
Ø Abw.		-4,9%	-2,0%	-9,3%	-12,0%	-5,9%	-7,5%

		1. Planjahr	2. Planjahr	3. Planjahr
Ø Abw.		-5,1%	-7,3%	-11,5%

Weber & Ott-Gruppe		EBIT, unbereinigt					
		Planjahr					
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahr der Planerstellung	2012	-52,3%	-32,9%	-75,7%			
	2013		-3,6%	-72,7%	-62,2%		
	2014			-64,3%	-52,6%	-39,3%	
	2015				6,7%	8,1%	-39,7%
	2016					41,3%	-25,6%
	2017						-38,8%
Ø Abw.		-52,3%	-18,2%	-70,9%	-36,1%	3,4%	-34,7%

		1. Planjahr	2. Planjahr	3. Planjahr
Ø Abw.		-18,5%	-35,1%	-54,2%

Vor dem Hintergrund, dass auf Ebene der Netto-Umsatzerlöse lediglich in zwei Planjahren die Erwartungen erfüllt werden konnten, bestätigt sich der Ambitionsgrad der Umsatzplanung. Auf EBIT-Ebene zeigt sich mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2017 eine deutlich unter der Erwartungshaltung der Gesellschaft liegendes EBIT. Eine durchschnittliche Planunterschreitung im 3. Planjahr in Höhe von -11,5 % in Bezug auf die geplanten Netto-Umsatzerlöse sowie eine durchschnittliche

Planabweichung im 3. Planjahr in Höhe von -54,2 % auf Ebene des unbereinigten EBIT bestätigt die zunehmende Planungsunsicherheit in Abhängigkeit des zeitlichen Planungshorizonts.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist zu untersuchen, ob die geplanten finanziellen Überschüsse Erwartungswerte darstellen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 53). KPMG kommt bei der Analyse der Plan-Ist-Abweichungen zu dem Ergebnis, dass auf Ebene der Gesamtleistung tendenziell eine optimistische Planung vorliegt und Risiken für Planverfehlungen auf EBIT-Ebene insbesondere im mittelfristigen Planungszeitraum bestehen.

Vor dem Hintergrund der regelmäßigen, deutlichen Planverfehlungen in der Vergangenheit erachten wir die der Unternehmensbewertung zu Grunde gelegte Planung insoweit für ambitioniert, als diese mehr eine Zielplanung anstelle einer erwartungswertneutralen Planung darstellt. Unser Prüfungsurteil wird hiervon nicht berührt.

c) Operative Planung
aa) Allgemeine Planungsplausibilisierung

Die folgende Übersicht stellt die Planungsrechnung der Weber & Ott-Gruppe unter Berücksichtigung der Bereinigungen und Plananpassungen des Bewertungsgutachters KPMG für die Geschäftsjahre 2016 bis 2018 (Ist) sowie 2019 bis 2021 (Plan) dar:

Weber & Ott-Gruppe GuV, bereinigt	2016		2017		2018		2019		2020		2021		CAGR	
	TEUR		TEUR		TEUR		TEUR		TEUR		TEUR		16-18	18-21
	Ist	%	Ist	%	Ist	%	Plan	%	Plan	%	Plan	%	%	%
Bruttoerlöse	63.952	100,9	69.159	102,6	69.817	102,2	75.902	103,5	81.786	103,5	87.794	103,5	4,5	7,9
./. Erlösschmälerungen	2.352	3,7	2.592	3,8	2.649	3,9	2.800	3,8	3.000	3,8	3.190	3,8	6,1	6,4
Netto-Umsatzerlöse	61.600	97,2	66.566	98,7	67.168	98,3	73.102	99,7	78.786	99,7	84.604	99,7	4,4	8,0
+ Bestandsveränderung	1.800	2,8	864	1,3	1.129	1,7	250	0,3	250	0,3	250	0,3	-20,8	-39,5
Gesamtleistung	63.400	100,0	67.430	100,0	68.297	100,0	73.352	100,0	79.036	100,0	84.854	100,0	3,8	7,5
./. Materialaufwand	37.752	59,5	39.358	58,4	39.850	58,3	42.311	57,7	45.483	57,5	48.840	57,6	2,7	7,0
Rohertrag	25.648	40,5	28.073	41,6	28.447	41,7	31.041	42,3	33.553	42,5	36.014	42,4	5,3	8,2
+ Sonstige betriebliche Erträge	814	1,3	938	1,4	895	1,3	1.017	1,4	1.052	1,3	1.157	1,4	4,8	9,0
./. Personalaufwand	13.339	21,0	13.752	20,4	14.512	21,2	15.110	20,6	15.635	19,8	16.215	19,1	4,3	3,8
./. Sonstige Aufwendungen	10.204	16,1	11.130	16,5	11.434	16,7	11.973	16,3	12.764	16,1	13.662	16,1	5,9	6,1
./. Sonstige Steuern	40	0,1	46	0,1	41	0,1	52	0,1	52	0,1	52	0,1	0,3	8,9
EBITDA (bereinigt)	2.879	4,5	4.082	6,1	3.355	4,9	4.922	6,7	6.154	7,8	7.242	8,5	8,0	29,2
Abschreibungen	1.198	1,9	1.179	1,7	1.207	1,8	1.342	1,8	1.662	2,1	1.782	2,1	0,4	13,9
EBIT (bereinigt)	1.680	2,7	2.904	4,3	2.148	3,1	3.580	4,9	4.493	5,7	5.460	6,4	13,1	36,5
EBIT (unbereinigt, nachr.)	1.852	2,9	2.939	4,4	2.211	3,2	3.550	4,8	4.460	5,6	5.425	6,4	9,3	34,9
Bereinigung (nachr.)	172	0,27	36	0,1	63	0,1	30	0,0	33	0,0	35	0,0	-39,5	-17,9
Jährliche Veränderung														
Bruttoumsatzerlöse			8,1%		1,0%		8,7%		7,8%		7,3%			
Gesamtleistung			6,4%		1,3%		7,4%		7,7%		7,4%			
Materialaufwand			4,3%		1,3%		6,2%		7,5%		7,4%			
Rohertrag			9,5%		1,3%		9,1%		8,1%		7,3%			
Personalaufwand			3,1%		5,5%		4,1%		3,5%		3,7%			
Sonstige Aufwendungen			9,1%		2,7%		4,7%		6,6%		7,0%			
EBITDA (bereinigt)			41,8%		-17,8%		46,7%		25,0%		17,7%			
EBIT (bereinigt)			72,8%		-26,0%		66,7%		25,5%		21,5%			

Die vom Bewertungsgutachter KPMG vorgenommenen Plananpassungen im Zeitraum 2019 bis 2021 betreffen die Posten sonstige betriebliche Erträge, sonstige Aufwendungen, sonstige Steuern sowie Abschreibungen und sind auf die in Abschnitt III.1 dargestellten Plananpassungen in Bezug auf die nicht betriebsnotwendigen Immobilien, die bewertungstechnische Anpassung der Pensionsrückstellungen sowie die Umgliederung der Verzugszinsen in die sonstigen betrieblichen Erträge zurückzuführen. Die umgelierten sonstigen betrieblichen Erträge wurden in Abhängigkeit der von der Gesellschaft erwarteten Bruttoerlöse geplant.

Wir haben uns von der Angemessenheit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Bereinigung der Vergleichszahlen sowie den Plananpassungen überzeugt und erachten diese als sachgerecht.

Die Weber & Ott-Gruppe erwartet im Detailplanungszeitraum 2019 bis 2021 ein durchschnittliches Wachstum der Bruttoerlöse in Höhe von 7,9 % (CAGR). In den vergangenen zwei Geschäftsjahren erzielte die Gesellschaft hingegen lediglich ein durchschnittliches Wachstum der Bruttoerlöse in Höhe von 4,5 % (CAGR). Ursache des insbesondere im Geschäftsjahr 2017 erzielten Umsatzzuwachs in Höhe von 8,1 % waren vorrangig gesteigerte Absatzmengen in den Segmenten Relaxed by TONI, DESOTO sowie Rosner. Das im Vergleich zum Vorjahr geringere Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2018 war vorrangig auf die nachteilige Verkaufsentwicklung aufgrund einer außergewöhnlich lang anhaltenden heißen Witterung zurückzuführen. Die Umsatzentwicklung gliedert sich wie folgt auf die Wesentlichen Marken bzw. Bereiche (nachfolgend Segmente):

Weber & Ott-Gruppe Bruttoerlöse nach Segmenten	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR	
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	16-18 %	18-21 %
TONI	31.846	32.191	31.806	33.155	34.311	35.611	-0,1	3,8
Relaxed by TONI	11.951	13.834	14.425	16.107	17.335	18.690	9,9	9,0
DESOTO	2.048	4.101	5.884	9.078	11.100	13.100	69,5	30,6
Rosner	9.155	10.034	9.935	10.412	11.011	11.591	4,2	5,3
Retail	2.873	3.069	3.060	3.580	4.260	4.830	3,2	16,4
Arbeitsbekleidung	3.796	3.792	3.405	2.637	2.637	2.637	-5,3	-8,2
Sonstige	2.282	2.137	1.302	932	1.132	1.334	-24,5	0,8
Weber & Ott-Gruppe gesamt	63.952	69.159	69.817	75.902	81.786	87.794	4,5	7,9
Jährliche Veränderung								
TONI		1,1%	-1,2%	4,2%	3,5%	3,8%		
Relaxed by TONI		15,8%	4,3%	11,7%	7,6%	7,8%		
DESOTO		100,2%	43,5%	54,3%	22,3%	18,0%		
Rosner		9,6%	-1,0%	4,8%	5,8%	5,3%		
Retail		6,8%	-0,3%	17,0%	19,0%	13,4%		
Arbeitsbekleidung		-0,1%	-10,2%	-22,5%	0,0%	0,0%		
Sonstige		-6,4%	-39,1%	-28,4%	21,5%	17,8%		
Weber & Ott-Gruppe gesamt		8,1%	1,0%	8,7%	7,8%	7,3%		

Das im Detailplanungszeitraum durchschnittlich erwartete **Umsatzwachstum** in Höhe von 7,9 % (CAGR) bewegt sich auf dem Niveau des im Geschäftsjahr 2017 erzielten Umsatzwachstums und liegt deutlich über dem für die Branchen erwarteten Wachstum der für die wichtigsten Absatzmärkte der Gesellschaft Deutschland (jeweils für die Jahre 2019 bis 2021: Damenbekleidung: durchschnittlich 2,1 % (CAGR); Herrenbekleidung: 2,2 % (CAGR)) sowie der Niederlande (jeweils für die Jahre 2019 bis 2021: Damenbekleidung: durchschnittlich 2,9 % (CAGR); Herrenbekleidung: 2,7 % (CAGR)).

Wesentlicher Wachstumstreiber sind annahmegemäß das im Aufbau befindliche Segment DESOTO, das Segment Relaxed by TONI, das Segment TONI sowie das Segment Retail. In den bereits etablierten Marken TONI sowie Relaxed by TONI plant die Gesellschaft u.a. durch die Ausweitung neuer Shop-

Systeme die im Einzelhandel bestehenden Verkaufsflächen vergrößern zu können und infolge dessen die Absatzmengen zu steigern. Erfolgsvoraussetzung hierfür ist insbesondere die Bereitschaft des Einzelhandels zur Vergrößerung der Verkaufsflächen. Des Weiteren beabsichtigt die Weber & Ott-Gruppe u.a. durch die Einführung neuer Passformen zusätzliche Kundengruppen anzusprechen sowie durch die Erschließung neuer Onlineplattformen und den Ausbau der Marketing-Aktivitäten den Absatz innerhalb bestehender Kundengruppen zu erweitern. Insbesondere basiert die Planung der Gesellschaft auf der Annahme, dass die derzeitige Schwäche der Konkurrenz (insbesondere Gerry Weber) zur Stärkung der eigenen Marken genutzt werden kann.

Für das im Aufbau befindliche Segment DESOTO erwartet die Gesellschaft ein deutliches Umsatzwachstum von durchschnittlich 30,9 % im Planungszeitraum 2019 bis 2021. Wesentlicher Wettbewerbsvorteil im Segment DESOTO stellt dabei das Kernprodukt – ein bequemes Business-Hemd in Jersey-Qualität – dar, welches nach den uns erteilten Auskünften in dieser Machart nur von der Weber & Ott AG angeboten wird. Das erwartete Wachstum im Bereich Retail ist im Wesentlichen auf die geplante Eröffnung von je einem neuen Outlet-Store in den Planjahren 2019 bis 2021 zurückzuführen.

Vor dem Hintergrund des zunehmenden Wettbewerbs im niederländischen Markt als auch des im Geschäftsjahr 2018 zu verzeichnenden rückläufigen Absatzes im Inland erwartet die Gesellschaft für den Planungszeitraum im Vergleich zum Geschäftsjahr 2017 im Segment Rosner geringere durchschnittliche Wachstumsraten in Höhe von 5,3 % (CAGR). Diese liegen weiterhin über der in den Geschäftsjahren 2017 bis 2018 durchschnittlich erzielten Umsatzwachstumsraten in Höhe von 4,2 %. Für das Segment Arbeitsbekleidung erwartet die Gesellschaft aufgrund auslaufender Ausschreibungen eine rückläufige Ertragsentwicklung.

Die als „Sonstige“ dargestellten Erlöse entfallen auf den Vertrieb über die Weber & Ott-Onlineshops, Erlöse aus dem Private Label-Geschäft, Versanderlöse sowie die konsolidierten konzerninternen Umsatzerlöse. Die konzerninternen Umsatzerlöse entfallen im Wesentlichen auf den Weiterverkauf von Stoffen. Die Erlöse aus dem Vertrieb über den unternehmenseigenen Online-Handel sind für die Entwicklung der gesamten Brutto-Erlöse von untergeordneter Bedeutung.

Aufgrund der hohen Preissensitivität im Markt für Damenoberbekleidung und marktseitig vorgegebener Preisschwellen je Hose erwartet die Gesellschaft das Umsatzwachstum vorrangig durch die Steigerung der Verkaufsmengen zu erzielen. Wesentliche Erfolgsfaktoren sind hierbei die erfolgreiche Stärkung der eigenen Marke vor dem Hintergrund der derzeitigen Schwäche des Wettbewerbs (insbesondere des Konkurrenten Gerry Weber), die erfolgreiche Realisation des Ausbaus der Verkaufsflächen sowie die erfolgreiche Etablierung der im Aufbau befindlichen Marke DESOTO.

Wesentliche Kostentreiber innerhalb des Materialaufwands stellen neben den Kosten für Stoffe und Zutaten wie Knöpfe und Garne insbesondere die Aufwendungen für Lohnveredelung dar. Die Verbesserung der Rothertragsquote im Jahr 2019 soll durch eine Produktmixverschiebung hin zu margenstärkeren Produkten realisiert werden. Ab dem Jahr 2019 geht die Gesellschaft von einer stabilen Rothertragsquote aus. Diese Erwartung fußt auf der Annahme, dass Lohnsteigerungen in den Fertigungsländern in Südosteuropa durch Effizienzsteigerungsmaßnahmen stets kompensiert werden können.

Für die Personalkosten wird im Budgetjahr 2019 ein Anstieg von TEUR 598 gegenüber dem Jahr 2018 erwartet. Der Anstieg ist neben tariflichen Lohnsteigerungen insbesondere auf den Aufbau des Mitarbeiterstamms im Laufe des Jahres 2018 und den sich dadurch ergebenden Ganzjahreseffekt zurückzuführen. So wurden infolge der Verlagerung von DESOTO und Rosner nach Forchheim zusätzliche Mitarbeiter im Bereich der Fertigwarenlogistik eingestellt. Darüber hinaus wurden zwei Handelsvertreter durch Handelsreisende ersetzt. Bei Toni wurde im November 2018 ein Produktmanager eingestellt. Darüber hinaus wurde die E-Commerce-Abteilung verstärkt. Des Weiteren sind in den geplanten Personalaufwendungen die im Zusammenhang mit den geplanten Neueröffnungen von Outlets stehenden Mehrkosten reflektiert.

Wesentlicher Kostentreiber innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen stellen die Kosten der Warenabgabe dar, welche durch die Geschäftsausweitung im Planungszeitraum ansteigen.

Ausgehend von einem (bereinigten) EBIT des Jahres 2018 in Höhe von TEUR 2.148 sowie einer EBIT-Marge von 3,1 % wird bis zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2021 mit kontinuierlichen Steigerung des EBIT bis auf TEUR 5.460 sowie einer Verbesserung der Marge auf 6,4 % gerechnet.

bb) Markt- und Wettbewerbsumfeld

Marktumfeld

Zur Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds der Weber & Ott AG haben wir sowohl auf Marktstudien für die relevanten Märkte der Weber & Ott AG als auch auf die erwartete Entwicklung der Peer Group-Unternehmen Bezug genommen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 28).

Nach dem zuletzt starken Wachstum verlangsamte sich das Wachstum der Weltwirtschaft in der zweiten Hälfte des Jahres 2018 angesichts wachsender Risiken deutlich. Der internationale Währungsfonds prognostizierte im April 2019 ein Wachstum der Weltwirtschaft in Höhe von 3,3 % und 3,6 % für die Jahre 2019 und 2020. Ursächlich sind die Eskalation des US-Handelskonflikts, die

negativen makroökonomischen Entwicklungen in Argentinien und in Venezuela sowie in der Türkei, die Entwicklungen im Automobilsektor in Deutschland sowie eine Straffung der Finanzen neben der Normalisierung der Geldpolitik in den größeren Industrieländern.¹

Die EZB geht im Juni 2019 davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet fortsetzen wird. Allerdings erwartet die EZB, dass sich das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) bis ins Jahr 2021 stark verlangsamen wird. Hintergrund sind die anhaltende Schwäche des Welthandels sowie die Auswirkungen der weltweiten Unsicherheit globaler Handelskonflikte und des Ausgangs des Brexits sowie die Entwicklung großer europäischer Volkswirtschaften wie Deutschland und Italien.² Die EZB geht von einer bis 2021 weiter rückläufigen Arbeitslosenquote sowie konstant wachsenden privaten Konsumausgaben von 1,4 % aus.³

Der ifo Geschäftsklimaindex ist im Juni 2019 auf 97,4 Punkte gefallen. Dies ist der niedrigste Wert seit November 2014. Das ifo-Institut kommentiert dies mit einem zunehmend pessimistischen Ausblick auf die kommenden Monate und ein Abflauen der deutschen Konjunktur.

Der Bekleidungsmarkt in Europa wird bestimmt durch hohen Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Marken unterschiedlicher Größe. Die starke Konkurrenz, die Ausweitung des Online-Handels und die Expansion großer Textilketten setzen die Bekleidungsunternehmen zunehmend unter Druck. Von 2018 bis 2023 steigt das Marktvolumen zwar mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 3,1 % (CAGR), das jährliche Umsatzwachstum ist jedoch deutlich rückläufig.⁴

Am deutschen Markt hingegen zeigt sich zunächst ein steigendes Umsatzwachstum von 2,0 % im Jahr 2018 auf 2,5 % im Jahr 2022, mit einem kleinen Rückgang im Jahr 2021. Für das Jahr 2023 wird ein rückläufiges Wachstum von 1,9 % prognostiziert. Das Marktvolumen wächst somit durchschnittlich um 2,3 % p. a. (CAGR). Der Markt für Damenbekleidung, in dem die Weber & Ott Gruppe hauptsächlich tätig ist, zeigt eine vergleichbare Entwicklung. Das Marktvolumen steigt von 2018 bis 2023 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 2,0 % (CAGR). Der niederländische Bekleidungsmarkt, der neben Deutschland einen wichtigen Absatzmarkt insbesondere für Rosner darstellt, zeigt ein höheres durchschnittliches Umsatzwachstum von 2018 bis 2023 von 2,6 %. Das Umsatzwachstum wird ab 2020 mit abnehmenden Wachstumsraten von 2,9 % auf 2,2 % im Jahr 2023 prognostiziert.⁵

¹ IWF, World Economic Outlook, April 2019. S. 13.

² EZB, Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2019, S. 3.

³ EZB, Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Juni 2019, S. 5.

⁴ Statista Consumer Market Outlook

⁵ Statista Consumer Market Outlook

Wettbewerbsumfeld

Aus den in der Datenbank des Finanzdienstleisters Bloomberg hinterlegten Analystenschätzungen ergeben sich für die Vergleichsunternehmen der Weber & Ott Gruppe die in der folgenden Tabelle dargestellten erwarteten **Umsatzwachstumsraten**. Vor dem Hintergrund der Insolvenz in Eigenverwaltung von Gerry Weber haben wir dieses von KPMG identifizierte Vergleichsunternehmen nicht in unsere Betrachtungen mit einbezogen.

Umsatzwachstum	2016	2017	2018	2019	2020	2021
IC Group A/S	1,0%	3,2%	n/a	n/a	n/a	n/a
Monnari Trade SA	8,5%	6,8%	-0,5%	11,1%	4,5%	11,7%
Tom Tailor Holding SE	1,3%	-4,8%	-8,4%	0,6%	1,8%	3,5%
Adler Modemärkte AG	-3,8%	-3,4%	-3,6%	-1,0%	0,1%	-1,1%
KappAhl AB	3,3%	1,6%	-2,1%	2,2%	-2,6%	-1,3%
HUGO BOSS AG	-4,1%	1,5%	2,3%	4,5%	4,8%	4,7%
Ted Baker PLC	16,5%	11,8%	4,9%	4,4%	3,8%	1,3%
Industria de Diseno Textil SA	11,8%	8,9%	3,6%	6,9%	6,3%	6,4%
Hennes & Mauritz AB	6,1%	4,1%	4,7%	7,6%	3,9%	3,3%
1. Quartil	1,0%	1,5%	-2,5%	1,8%	1,4%	0,7%
Median	3,3%	3,2%	0,9%	4,4%	3,9%	3,4%
3. Quartil	8,5%	6,8%	3,9%	7,1%	4,6%	5,2%
Weber & Ott-Gruppe		8,1%	0,9%	8,8%	7,8%	7,4%

Die für den Detailplanungszeitraum erwarteten Umsatzwachstumsraten der Weber & Ott Gruppe liegen deutlich oberhalb der Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen.

Aus den historischen Ergebnisrechnungen der Peer Group Unternehmen und den in der Datenbank des Finanzdienstleisters Bloomberg hinterlegten Analystenschätzungen ergeben sich für die Vergleichsunternehmen die in der folgenden Tabelle dargestellten **EBITDA-Margen**.

EBITDA-Marge	2016	2017	2018	2019	2020	2021
IC Group A/S	9,4%	7,2%	8,5%	n/a	n/a	n/a
Monnari Trade SA	10,8%	10,4%	10,2%	7,3%	7,7%	7,5%
Tom Tailor Holding SE	0,3%	8,1%	6,9%	7,5%	9,2%	11,5%
Adler Modemärkte AG	5,0%	4,7%	4,4%	13,5%	15,7%	13,0%
KappAhl AB	10,7%	10,9%	9,1%	6,4%	7,5%	n/a
HUGO BOSS AG	16,1%	18,3%	18,1%	18,7%	19,1%	19,8%
Ted Baker PLC	15,8%	15,9%	13,2%	13,2%	13,4%	13,2%
Industria de Diseno Textil SA	21,9%	21,4%	20,9%	26,8%	27,4%	27,1%
Hennes & Mauritz AB	16,2%	14,3%	12,0%	11,8%	12,1%	12,3%
1. Quartil	9,4%	8,1%	8,5%	7,5%	8,8%	11,9%
Median	10,8%	10,9%	10,2%	12,5%	12,7%	13,0%
3. Quartil	16,1%	15,9%	13,2%	14,8%	16,6%	16,5%
Weber & Ott-Gruppe	5,6%	6,5%	5,3%	6,7%	7,8%	8,5%

Die **EBIT-Margen** stellen sich wie folgt dar:

EBIT-Marge	2016	2017	2018	2019	2020	2021
IC Group A/S	9,0%	3,7%	3,7%	n/a	n/a	n/a
Monnari Trade SA	9,1%	8,4%	8,4%	5,5%	6,1%	5,7%
Tom Tailor Holding SE	-0,1%	10,4%	4,6%	3,7%	4,8%	5,1%
Adler Modemärkte AG	1,9%	1,6%	1,2%	2,4%	4,6%	5,6%
KappAhl AB	7,4%	9,1%	5,9%	3,1%	4,2%	n/a
HUGO BOSS AG	12,0%	13,1%	12,9%	12,8%	13,3%	14,1%
Ted Baker PLC	11,9%	11,9%	9,1%	9,0%	8,8%	9,0%
Industria de Diseno Textil SA	17,3%	17,0%	16,7%	17,9%	18,2%	18,3%
Hennes & Mauritz AB	12,2%	10,0%	7,4%	7,0%	7,3%	7,4%
1. Quartil	7,4%	8,4%	4,6%	3,5%	4,7%	5,7%
Median	9,1%	10,0%	7,4%	6,3%	6,7%	7,4%
3. Quartil	12,0%	11,9%	9,1%	9,9%	9,9%	11,6%
Weber & Ott-Gruppe	3,0%	4,5%	3,3%	4,9%	5,7%	6,4%

Die Peer Group-Unternehmen weisen sowohl in der Vergangenheit als auch im Planungszeitraum eine hohe Margenbandbreite auf. Hinsichtlich der EBITDA-Marge liegt die Weber & Ott Gruppe im Planungszeitraum wie auch im Vergangenheitszeitraum unterhalb der Peer Group-Bandbreite. Bezogen auf das Jahr 2018 wird im Mittel für die Peer Group eine Zunahme der EBITDA-Marge von 2,8 %-Punkten erwartet. Aus der Planungsrechnung der Weber & Ott Gruppe ergibt sich eine Margenverbesserung von 3,2 %-Punkten. Bezüglich der EBIT-Marge fällt der Unterschied noch deutlicher aus. Erwarteten Bankanalysen für die Peer Group Unternehmen in den Jahren 2019 bis 2021 ein

Margenniveau, welches leicht unter dem Niveau der Vergangenheit liegt, sieht die Planung der Weber & Ott Gruppe eine Verbesserung der EBIT-Marge von 3,1 %-Punkte bis auf 6,4 % im Jahr 2021 vor.

Wir halten die Entwicklung der geplanten Margen auf der Grundlage unserer Marktanalysen daher für besonders ambitioniert.

cc) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen

Auf Basis der um einmalige bzw. außerordentliche Effekte bereinigten normalisierten Vergangenheitszahlen haben wir die Planung untersucht. Dabei haben wir insbesondere die Entwicklung der Umsatzerlöse der einzelnen Modemarken sowie des operativen Ergebnisses geprüft. Die im Bewertungsgutachten (Seite 40 ff.) getroffenen Aussagen zur Branchenentwicklung in den relevanten Zielmärkten der Weber & Ott Gruppe wurden uns im Rahmen unserer Diskussionen mit dem Management der Weber & Ott AG bestätigt. Wir haben die Annahmen der Planung mit den vorhandenen verfügbaren marktspezifischen Informationen abgeglichen und das Management bezüglich Marktgegebenheiten, Konkurrenten und Geschäftsstrategie der Weber & Ott Gruppe befragt.

Vor dem Hintergrund der angestrebten Umsatzwachstumsraten sowie der in der Planung enthaltenen Margenverbesserungen – welche deutlich über den Markterwartungen für die Peer Group Unternehmen liegen – erachten wir die der Unternehmensbewertung zu Grunde gelegte Planung für deutlich ambitioniert.

Aufgrund des werterhöhenden Effekts wird unser Prüfungsurteil hiervon nicht berührt.

d) Finanzergebnis

Das Finanzergebnis wurde von KPMG auf Grundlage der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanzplanung anhand einer Cashflow-Planung unter Berücksichtigung der von der Gesellschaft erwarteten Finanzerträge und -aufwendungen sowie der im Detailplanungszeitraum angesetzten Ausschüttungsquote berechnet.

Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Forderungen und Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2018.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das Zinsergebnis im Rahmen eines eigenen Bewertungsmodells, auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur, des zukünftig erwarteten

Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und der Ausschüttungsannahmen der Weber & Ott AG anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz- und Cashflowplanung nachvollzogen und hierbei auch die rechnerische Richtigkeit geprüft.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind solche finanziellen Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft (vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10). Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenziellen Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein. In der ordentlichen Hauptversammlung 2019 der Weber & Ott AG soll u. a. über die Dividende für das Geschäftsjahr 2018 beschlossen werden. Um eine Doppelzählung zu vermeiden, ist modelltechnisch die Dividende für das Geschäftsjahr 2018 aus der Ertragswertberechnung auszuklammern, da dieser Betrag durch die Ausschüttung den Aktionären der Weber & Ott AG ohnehin und losgelöst von der Abfindung zufließt (vgl. OLG Düsseldorf, 19. Oktober 1999, 19 W 1/96, DB 2000, S. 82 sowie AG 2000, S. 323 ff.). In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung wurde die vorgeschlagene Dividende von EUR 0,20 je Aktie bewertungstechnisch zum 31. Dezember 2018 (also in der Ausgangsbilanz) bei den Nettoverbindlichkeiten berücksichtigt sowie den Gewinnvortrag der Weber & Ott AG gekürzt.

In den Finanzerträgen sind die Guthabenverzinsung der flüssigen Mittel sowie sonstige Zinserträge enthalten. Die Zinserträge aus Pensionsvermögen werden mit den Zinsaufwendungen aus der Aufzinsung der Pensionsrückstellungen saldiert ausgewiesen. Die Zinssätze wurden entsprechend der Planung der Gesellschaft angesetzt. Der Guthabenzinssatz für liquide Mittel beträgt 0,0 %. Die Zinsaufwendungen umfassen die Verzinsung der Finanzverbindlichkeiten und Pensionsverpflichtungen sowie weitere Zinsbestandteile. Die Sollzinssätze liegen zwischen 1,05 % und 3,75 % p.a. Sie wurden aus den bestehenden Zinskonditionen nachvollziehbar abgeleitet. Die Effekte aus der Aufzinsung der Pensionsverpflichtungen wurden mit dem im Pensionsgutachten enthaltenen Marktzinssatz von 2,32 % auf dem Niveau des 7-Jahresdurchschnitts berücksichtigt.

Das Zinsergebnis wurde angemessen ermittelt.

e) Unternehmensteuern

Die Besteuerung der Weber & Ott-Gruppe erfolgte nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmensteuerrechts. Die Ertragsteuern berücksichtigen die **Gewerbe- und Körperschaftsteuer** sowie den **Solidaritätszuschlag** zur Körperschaftsteuer.

Der **Körperschaftsteuersatz** beläuft sich auf 15,0 % (zuzüglich 5,5 % **Solidaritätszuschlag**). Die Ergebnisse auf Unternehmensebene werden durch die **Gewerbeertragsteuer** gemindert. Die Gesellschaft unterliegt einer effektiven Gewerbeertragsteuerbelastung in Höhe von rund 12,25 %. Bei der Ermittlung des Gewerbeertrags wurden gewerbesteuerliche Hinzurechnungen und Kürzungen berücksichtigt.

Die Unternehmensteuern sind sachgerecht abgeleitet.

f) Anteile Dritter am Jahresüberschuss

Grundsätzlich sind gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung die Planergebnisse von Gesellschaften, an welchen – aus Sicht der Weber & Ott AG – Minderheiten beteiligt sind, vollständig in der Konzerngewinn- und -verlustrechnung zu berücksichtigen. Zur Ableitung der den Minderheitsgesellschaftern zustehenden finanziellen Überschüsse ist folglich das Jahresergebnis um jene Teile zu korrigieren, die außenstehenden Gesellschaftern zustehen.

Im Fall der Weber & Ott-Gruppe liegen aus Sicht der Weber & Ott AG keine auf Dritte entfallende Gewinnanteile vor. Eine Korrektur im Rahmen der Ertragswertermittlung war somit im vorliegenden Fall nicht notwendig.

g) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit aus dem Unternehmen zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit dieser Festlegung verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes. Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachten selbständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie von

Branchenkennzahlen ergeben (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57). Insofern kann eine Anreiz- oder Zielplanung vorliegen, wenn bei einer entsprechenden Marktcontinuität ein bisher auch in den besten bzw. schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant wird (vgl. OLG Düsseldorf, 17. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 39 (BeckRS)).

In diesem Zusammenhang hat das OLG München im Rahmen der Bewertung eines Herstellers von Wälzlagern betont, dass das nachhaltige Ergebnis dem Ergebnis eines durchschnittlichen Jahres entsprechen müsse. Ansonsten bestehe bei konjunkturabhängigen Unternehmen die Gefahr, Boom- oder Rezessionsphasen ewig fortzuschreiben (vgl. OLG München, 31. März 2008, 31 Wx 88/06, Tz. 144 (juris)). Für einen Hersteller von Elektronikkomponenten kann nach Auffassung des LG München I nicht unterstellt werden, dass erzielte Preisprämien in die Ewigkeit fortzuschreiben seien (vgl. LG München I, 28. März 2014, 5 HK O 18925/08, Beschlusstext S. 28). Bei dem zu bewertenden Unternehmen folgten die positiven Wachstumsansätze in der Detailplanung einer Verlustphase, worin sich auch die Zyklizität der Geschäftstätigkeit widerspiegelt. Gemäß dem OLG München (vgl. OLG München, 9. Juni 2015, 31 Wx 246/14, Beschlusstext S. 6) kann daher nicht von einer fortlaufend positiven Entwicklung ab dem Höchstniveau ausgegangen werden, sondern es bedarf einer die Zyklizität der Ergebnisse beachtenden Durchschnittsbetrachtung. Wenn die Planung über zehn Jahre hinweg ein stetiges Wachstum der Umsatzerlöse und vor allem eine sich nahezu konstant verbessernde EBIT-Marge zeigt, so kann im Terminal Value ein Ansatz einer hohen EBIT-Marge nicht als sachgerecht bezeichnet werden. Daher ist für ein Unternehmen der Chemiebranche nicht auf das Höchstniveau, sondern eine die Zyklizität der Ergebnisse widerspiegelnde Durchschnittsbetrachtung abzustellen (vgl. LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 14 (BeckRS)). Das OLG Düsseldorf hat für einen Armaturenhersteller den Mittelwert der letzten beiden Planjahre als nachhaltiges Ergebnis angesetzt, da in der Detailplanungsphase zunächst eine günstige Kostenstruktur erreicht werden sollte, die aber nicht als dauerhaft unterstellt werden kann (vgl. OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Tz. 141 (juris)). Inhaltlich zum selben Ergebnis kommt das OLG Frankfurt, indem es – aufgrund der Zyklizität der Maschinenbaubranche – ein durchschnittliches Ergebnis der Detailplanungsphase als nachhaltiges Ergebnis akzeptiert (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, Tz. 53 (juris)). In eine ähnliche Richtung geht eine Entscheidung des OLG Stuttgart, in der darauf hingewiesen wird, dass es (nur dann) nicht zu beanstanden wäre, wenn das nachhaltige Ergebnis auf der Plangröße aufsetzt, in der sich das Unternehmen noch nicht in einem Gleichgewichtszustand befindet, sofern eine Anpassung der nicht nachhaltigen Einflussgrößen erfolgt (vgl. OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08, Tz. 144 (juris)). Die Entscheidung erging zu einem Unternehmen aus der Telekommunikationstechnik. Für einen Pistenraupenhersteller ist nach Auffassung des OLG Stuttgart eine Reduzierung des EBIT im nachhaltigen Ergebnis nicht zu beanstanden, wenn aufgrund von Wettbewerb eine Reduzierung der Margen zu erwarten sei (vgl. OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 251 (juris)). Für einen Parkhausbetreiber gelangte das OLG Stuttgart zu dem Ergebnis, dass die Bildung eines durchschnittlichen EBIT aus der Detailplanungsphase nicht zu beanstanden sei (vgl. OLG Stuttgart, 3. April 2012, 20 W 6/09, Tz. 141 (juris)). Für ein Unternehmen aus der Werbe- und IT-Branche hat das LG Berlin

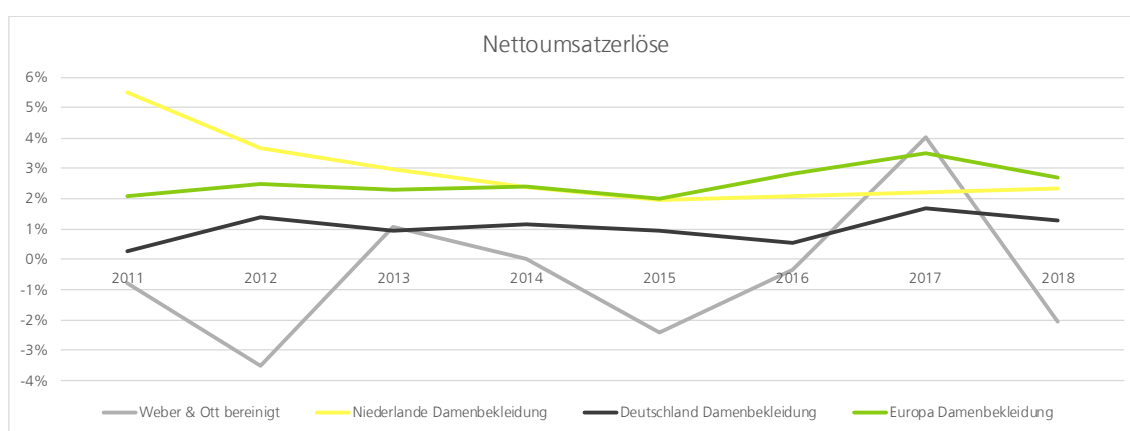
ausgeführt, dass ein unterhalb des Ergebnisses des letzten Detailplanungsjahres liegendes nachhaltiges Ergebnis „durchaus plausibel sein kann“ (vgl. LG Berlin, 2. Dezember 2014, 102 O 241/12, Beschlusstext S. 35). Nach Auffassung der Kammer wäre es nicht plausibel, einen (Spitzen-)Wert des letzten Detailplanungsjahrs fortzuschreiben: Im Wert der ewigen Rente seien Phasen hoher Profitabilität ebenso abzubilden wie wirtschaftlich schlechte Perioden. Dies sei in der Planung berücksichtigt worden, indem ein hinsichtlich der Konjunkturzyklen geglätteter nachhaltiger Wachstumstrend angenommen wurde. Um diesen abzubilden wurde ein Durchschnittswert gebildet, der den eingeschwungenen Zustand repräsentiere und daher mit einem Wachstumsfaktor fortgeschrieben werden könne.

Der Bewertungsgutachter hat die Ableitung des nachhaltigen Jahres auf Basis von mehreren alternativen Analysen vorgenommen. Wir haben diese Analysen nachvollzogen und gewürdigt.

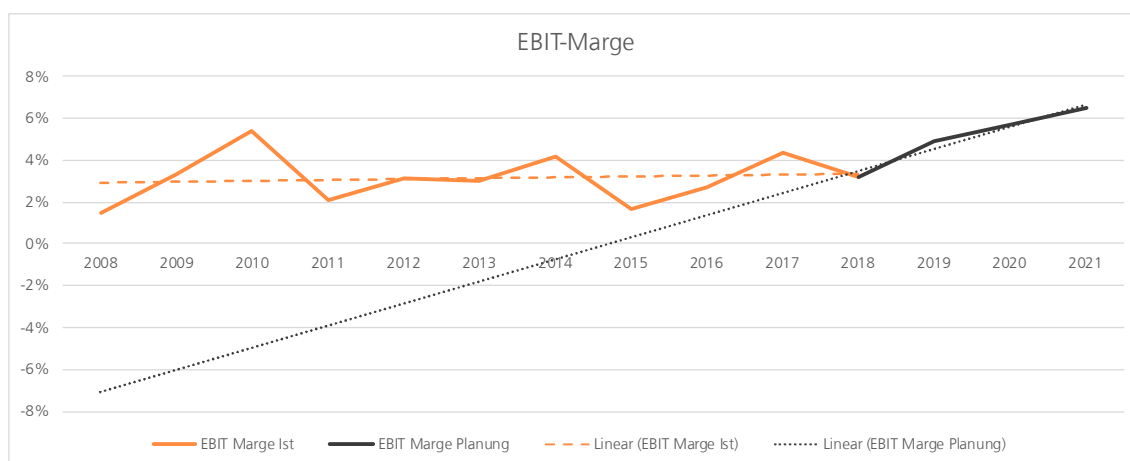
Ferner haben wir eigene qualitative Analysen zur Abschätzung des nachhaltigen Ergebnisses vorgenommen. Dabei haben wir zum einen eine Analyse der um Akquisitionen (Rosner im Jahr 2013) und neue Produktgruppen (DESOTO-Hemden) bereinigten Umsatzerlöse und der EBIT-Margen der Weber & Ott-Gruppe der letzten 10 Jahre durchgeführt sowie die Plan-Ist-Abweichungen in den letzten Jahren untersucht.

Die Entwicklung der um Akquisitionen und neue Produktgruppen bereinigten Umsatzerlöse der letzten 10 Jahre zeigt, dass das „Stammgeschäft“ der Weber & Ott-Gruppe in den letzten Jahren hinter der Entwicklung des Marktes zurückfällt. So konnte die Weber & Ott-Gruppe in den letzten Jahren nur in einem einzigen Jahr (2017) das Marktwachstum übertreffen, in allen anderen Jahren ergaben sich teilweise deutlich unter dem Marktwachstum liegende Kennzahlen für das „Stammgeschäft“.

Die nachstehende Grafik enthält für den Zeitraum von 2011 bis 2018 die Veränderungsraten für die Umsatzerlöse im Segment der Damenbekleidung für die Niederlande (gelbe Linie), für Deutschland (schwarze Linie) sowie für Europa (grüne Linie). Demgegenüber liegt das jährliche Umsatzwachstum von Weber & Ott (graue Linie) in sieben von acht Jahren teils signifikant unter dem korrespondierenden Marktwachstum.



Aus der Analyse der EBIT-Margen ergibt sich folgendes Bild:



Die vorstehende Grafik zeigt die Entwicklung der EBIT-Marge der Weber & Ott-Gruppe (orange Linie) bei einer historischen Betrachtung von dem Jahr 2008 bis 2018. Im Durchschnitt lag diese in der Vergangenheit mit regelmäßigen Über- und Unterschreitungen bei rund 3,1 %. Die zu erkennenden Zyklen belaufen sich auf rund vier Jahre. Für die Detailplanungsphase (schwarze Linie) wird ein stetiger Aufwärtstrend bei der EBIT-Marge unterstellt. Für das letzte Planjahr liegt diese mit rund 6,4 % sowohl über dem langfristigen historischen Durchschnitt als auch über dem niemals erreichten Niveau.

Aus der Plan-Ist-Abweichung (vgl. Abschnitt E. III. 1.) kann man in Bezug auf die Planungstreue erkennen, dass die durchschnittliche negative Abweichung der Umsatzerlöse für das jeweils dritte Planjahr bei 11,5 % lag, mit einer deutlich ansteigenden Tendenz für jedes zusätzliche Jahr. Beim EBIT lag die entsprechende negative Abweichung mit über 50 % noch deutlich höher.

In einer Gesamtschau der vorliegenden Unterlagen und Auswertungen kommen wir zu der Erkenntnis, dass das vom Bewertungsgutachter angesetzte Ergebnisniveau für das Jahr 2022 sowohl absolut als auch relativ angemessen ist.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausschüttung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse, unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.). Dies folgt bereits daraus, dass einkaufs- und absatzgetriebene Positionen (z. B. Working Capital) der Preissteigerung folgen werden und auch der Ersatz von Anlagegütern einer Inflation unterliegt. Mit anderen Worten wachsen grundsätzlich alle Gewinn- und Verlustpositionen sowie die Posten der Bilanz jährlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate. Eine Ausnahme stellen solche Bilanzposten dar, deren Veränderung entweder nicht zahlungswirksam ist, wie z. B. aktive oder passive latente Steuern oder für die in der ewigen Rente kein Wachstum zu unterstellen ist, wie z. B. für den historisch erworbenen bilanziellen Goodwill.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums hat der Bewertungsgutachter in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum Ende des nachhaltigen Jahres (31. Dezember 2022) berücksichtigt (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 126 ff.; OLG Karlsruhe, 12. April 2012, 12 W 57/10, Beschlusstext S. 49; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Beschlusstext Tz. 152; OLG Stuttgart, 22. September 2009, 20 W 20/06, Beschlusstext Tz. 105; OLG Karlsruhe, 16. Juli 2008, 12 W 16/02, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. August 2009, 5 W 35/09, Beschlusstext S. 19 f.; Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Saur et. al, WPg 2011, S. 1017, 1024; Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 230). Bei der Ableitung des sog. wirtschaftlichen Eigenkapitals wurden jene Bilanzposten korrigiert, die keiner zahlungswirksamen Veränderungen unterliegen. Die nachhaltig unterstellten Investitionsbeträge liegen über den nachhaltig geplanten Abschreibungen. Die wachstumsbedingt thesaurierten Mittel verbleiben

dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr.

Die Ableitung des nachhaltig ausschüttbaren Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

3. Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 114).

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

a) Basiszinssatz

Der Bewertungsgutachter KPMG hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet.

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ergab sich zum Ende unserer Prüfungsarbeiten über einen Dreimonatszeitraum unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 0,5 % p.a. ein einheitlicher Basiszinssatz von rund 0,6 %.

In der Bewertungspraxis hat es sich heute etabliert, den Basiszinssatz unter Verwendung der am Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve anhand der Svensson-Methode zu ermitteln (vgl. OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, Tz. 77 (juris); OLG Düsseldorf, 29. Februar 2012, 26 W 2/10, Tz. 38 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, AG 2011, S. 205, 208; OLG Karlsruhe, 17. Juli 2008, AG 2009, S. 47, 50; OLG München, 10. Mai 2007, AG 2008, S. 37, 39; OLG München, 11. Juli 2006, ZIP 2006, S. 1722, 1725). Dadurch werden die konkreten Anlagemöglichkeiten für einen sehr langen Zeitraum zukunftsorientiert und periodengerecht abgebildet.

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Basiszinses zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstruktur am Rentenmarkt zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz (vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412).

Als Datenbasis wurden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzbriefen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameter (Zeitreihen „wt3201“ bis „wt3206“) finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis 30 Jahre schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB (vgl. IDW-FN 2008, S. 491) mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen (vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 19 (juris); OLG Düsseldorf, 29. Februar 2012, 26 W 2/10, Tz. 38 (juris); OLG Karlsruhe, 16. Juli 2008, 12 W 16/02, AG 2009, S. 47, 49 f.; OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06, AG 2008, S. 510, 514; OLG Stuttgart, 26. Oktober 2006, 20 W 14/05, NZG 2007, S. 112, 115).

Bei unmittelbarer Verwendung der Zinsstrukturkurve ist der für jedes Jahr geplante finanzielle Überschuss mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz verwendet werden, welcher zum gleichen Ergebnis führt (vgl. OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14, Beschlusstext S. 29; OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 19 (juris); OLG Stuttgart, 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, Tz. 125 (juris); OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 48 (juris); OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/09, Tz. 31 (juris).

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.) ist der einheitliche Basiszinssatz unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte kaufmännisch zu runden. Diese hat (in Bezug auf die korrespondierende Rundung größer 1,0 % auf ¼-Prozentpunkte) auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 20; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 80 (juris); OLG Saarbrücken, 11. Juni 2014, 1 W 18/13, AG 2014, S. 866, 868; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 149 (juris)). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung auf 1/10-Prozentpunkte weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund ist. Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt (vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556) und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung (vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929). Dem Hinweis, dass damit „präzises Wissen unterdrückt werde“ (vgl. Knoll/Kruschwitz/Löffler, RWZ 2019, S. 139, 143) stehen speziell bei all jenen Bewertungen, bei denen das Ende der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten zeitlich vor dem eigentlichen Tag der Hauptversammlung liegt, primär handwerkliche Gründe in dem Prozess der Erstellung/Prüfung einer Unternehmensbewertung entgegen (vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 928).

Dieser Basiszinssatz wurde um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 0,44 %.

Wir haben die Berechnungen nachvollzogen und gelangen für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 0,6 %.

Wir halten die Verwendung eines risikolosen, nachhaltigen Basiszinssatzes von 0,6 % vor Steuern bzw. rund 0,44 % nach Steuern für angemessen. Zu den Folgewirkungen des im langfristigen Vergleich sehr niedrigen Zinsniveaus auf die geforderte Eigenkapitalrendite verweisen wir auf den nachstehenden Abschnitt zur Risikoprämie.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt (vgl. LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO178/12, Tz 102 (justizportal Hamburg); LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 33). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung, dem 27. August 2019 (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 42 (juris)). Es ergibt sich bei einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung notwendigerweise, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt und veröffentlicht werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind.

b) Risikozuschlag

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweise Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und es ein hohes Maß an Vergleichbarkeit und Rechtssicherheit erzeugt (vgl. für alle: Paulsen, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., 2015, § 305 Tz. 115 ff.).

Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; Dörschell et al, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 27 f.). Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext S. 21; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS)).

Soweit an der Anwendbarkeit des CAPM vereinzelt Kritik geübt wird, stellt diese i.d.R. darauf ab, dass auch beim CAPM eine Reihe von Parametern durch Einschätzungen des Bewertungsgutachters gefüllt werden müssen. Dies gilt indes gleichermaßen für alle anderen Kapitalmarktmodelle, unabhängig von deren Komplexität. Der Vorteil des CAPM liegt jedoch gerade darin, dass die relevanten Parameter in der wissenschaftlichen Forschung wie auch in der praktischen und juristischen Befassung mittlerweile deutlich herausgearbeitet und ausführlich diskutiert wurden. Schon dadurch ist die Anwendung des CAPM einer bloßen Ad-hoc-Schätzung ohne theoretische Fundierung überlegen.

Auch kann wohl konstatiert werden, dass zum heutigen Zeitpunkt kein anderes Kapitalmarktmodell existiert (vgl. kritisch zur Arbitrage Pricing Theory und dem Mehrfaktorenmodell von Fama/French: LG München I, 28. März, 2014, 5 HK O 18925/08, Beschlusstext S. 44 f.; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 43 ff., sowie zum Dividend Discount Model: OLG Frankfurt, 30. August 2008, 21 W 14/11, Tz. 64 ff.), das dem CAPM überlegen ist.

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern

erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Die komplexe Größe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegt.

aa) Marktrisikoprämie

Für die Ableitung der Höhe der Marktrisikoprämie spielen verschiedene Gesichtspunkte eine Rolle.

Beobachtungszeitraum

Hinsichtlich des Beobachtungszeitraums zur Bestimmung der Marktrisikoprämie ist eine Abwägung zwischen der Aktualität der Daten (was für einen kürzeren Zeitraum spricht) und deren Aussagekraft (was für einen längeren Zeitraum spricht) zu treffen. Grundsätzlich gilt: Je mehr Beobachtungspunkte vorliegen, desto genauer ist die Schätzung (vgl. Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 96). Lange Zeiträume können allerdings dazu führen, dass Sondersachverhalte, die zukünftig nicht wieder zu erwarten sind, in der Schätzung berücksichtigt werden. Ferner könnten bei langen Zeiträumen systematische Änderungen der Marktrisikoprämie übersehen werden. Bei kurzen Zeiträumen besteht hingegen die Gefahr, dass einzelnen Ereignissen ein zu hohes Gewicht zukommt oder dass durch systematische Veränderungen im Zinsniveau (bspw. der seit einigen Jahren anhaltende kontinuierliche Rückgang im Zinsniveau mit den daraus resultierenden Kursgewinnen festverzinslicher Wertpapiere) die Marktrisikoprämieschätzung verzerrt wird (vgl. Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 98-100). Eine Reihe von Autoren spricht sich daher dafür aus, den Beobachtungszeitraum Mitte/Ende der 1950er-Jahre beginnen zu lassen (vgl. Stehle, *WPg* 2004, S. 906, 920; Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 100). Diese Auffassung ist teilweise auf Kritik gestoßen (vgl. Wenger, *AG Sonderheft* 2005, S. 9, 13). Nach Auffassung des OLG Stuttgart ist es indes nicht zwingend, die Jahre vor 1960 aus dem Beobachtungszeitraum auszuklammern (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 337 (juris); gl.A. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 48 (juris); kritisch zu Studien, die bis in die 1950-iger Jahre zurückgehen: OLG Düsseldorf, 28. August 2014, 26 W 9/12, Tz. 135 (juris)). Da die für historische Zeiträume gemessene Marktrisikoprämie ein Schätzer für die zukünftige Marktrisikoprämie darstellt und damit eine Vielzahl möglicher Umweltentwicklungen abdecken muss, halten wir es für sachgerecht, einen sehr langfristigen historischen Zeitraum heranzuziehen, um möglichst viele Umweltentwicklungen (der Vergangenheit) in die Marktrisikoprämieschätzung einzupreisen.

Mittelwertbildung

Im Hinblick auf die Fragestellung, ob die Marktrisikoprämie mittels **arithmetischem** oder **geometrischem Mittelwert** der beobachteten Marktrisikoprämie berechnet werden sollte, besteht in der Literatur für Zwecke der Unternehmensbewertung eine Tendenz zugunsten des erstgenannten (so auch Stehle, WPg 2004, S. 906, 910; Pratt/Grabowski, Cost of Capital, 2008, S. 96). Auch nach Auffassung des BGH dürfte das arithmetische Mittel für die Bewertung zukünftiger Renditen grundsätzlich der bessere Maßstab sein (vgl. BGH, 27. Januar 2015, EnVR 37/13, Tz. 31 (www.bundesgerichtshof.juris)). Die Vorzugswürdigkeit des arithmetischen Mittels wird in der Literatur maßgeblich mit Schätzfehlern bei der Mittelwertbildung begründet. In der Literatur konnte gezeigt werden, dass bei den für Unternehmensbewertungen relevanten Abzinsungsvorgängen unter der Annahme stochastischer Unabhängigkeit (hierzu sogleich) sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel der historischen Renditen immer unter dem wahren (unbeobachtbaren) Mittelwert liegen (vgl. etwa Stehle, WPg 2004, S. 906, 919; Ruiz de Vargas, DB 2012, S. 813, 817; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 103; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2009, S. 223 f.; jeweils mit Verweis auf die Studien von Blume, Journal of the American Statistical Association 1974, S. 634-638; Cooper, European Financial Management 1996, S. 157-167). Da das geometrische Mittel per Definition aber immer kleiner als das arithmetische Mittel ausfällt, ist dieser Schätzfehler beim geometrischen Mittel zwangsläufig größer (vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 235). Mit anderen Worten: Bei stochastischer Unabhängigkeit der Aktienkurse ist das arithmetische Mittel „genauer“ (so auch Ruiz de Vargas, WPg 2012, S. 813, 816). Stochastische Unabhängigkeit bedeutet dabei, dass die Aktienkursentwicklungen verschiedener Perioden keine systematischen Beziehungen zueinander aufweisen oder anders ausgedrückt, dass aus der Aktienkursentwicklung einer Periode nicht auf die Entwicklung einer Folgeperiode geschlossen werden kann (sog. Random Walk-Hypothese). Auf effizienten Märkten – die auch vom CAPM unterstellt werden – ist dies eine sachgerechte Annahme. Ballwieser/Hachmeister kommen in diesem Zusammenhang zu folgendem Ergebnis: „Nach der Literatur ist das arithmetische Mittel richtig, wenn man das einperiodige CAPM der Renditeberechnung zugrundelegt, es für mehrere Perioden anwendet und unabhängige und identisch verteilte Renditen zu erwarten sind“ (Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., 2016, S. 107).

Tatsächlich verweisen einige Autoren jedoch darauf, dass in der Praxis eine schwache negative Autokorrelation der Aktienrenditen vorliegen soll (vgl. etwa Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 236; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2009, S. 223). Dies bedeutet, dass zu einem gewissen Grad die Aktienkursentwicklung einer Periode tendenziell auf eine gegenläufige Entwicklung in der Folgeperiode schließen lasse. In diesem Fall wären sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel verzerrte Schätzer, allerdings wären beide erneut nach unten verzerrt (d. h. die wahre Marktrisikoprämie liegt höher; vgl.

Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113). Auch in diesem Fall wäre demnach das (höhere) arithmetische Mittel überlegen (so auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113 unter Verweis auf die oben zitierte Studie von Cooper).

Demzufolge ist es sachgerecht, das weniger verzerrte arithmetische Mittel der historischen Marktrisikoprämie für die Ableitung des Diskontfaktors, also für Zwecke der Abzinsung im Rahmen der Unternehmensbewertung, zugrunde zu legen.

Weil der Meinungsstreit, ob das arithmetische oder geometrische Mittel der zugrunde zu legende Wert ist, bislang in der Wissenschaft gleichwohl nicht entschieden ist, hat eine vermittelnde Lösung Eingang in die Schätzung der Marktrisikoprämie in der obergerichtlichen Rechtsprechung gefunden. Die dort geschätzten Werte, die ungefähr in der Mitte der Bandbreite der je nach Steuersystem vom FAUB empfohlenen Werte liegen, sind aus dem arithmetischen und geometrischen Mittel gebildete Mittelwerte.

Empirische Mittelwerte

Der in der Rechtsprechung (vgl. LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 289 (juris); 6. März 2015, 5 HK O 662/13; 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12; 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12; 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08; 6. November 2013, 5 HK O 2665/12; 28. Juni 2013, 5 HK O 18685/11) genannte geometrische Wert von 1,70 % geht offensichtlich auf eine Studie von Dobberke (Die Bank, 1993, S. 343-346) zurück, der einen Zeitraum von 1967 bis 1993 untersucht hat. Angesichts des mit 27 Jahren relativ kurzen Beobachtungszeitraums, vor allem aber aufgrund des Abstands zum Bewertungsstichtag, ist diese Studie als veraltet anzusehen. Ähnliches gilt für das arithmetische Mittel von 4,90 %, das offensichtlich auf die Studie von Göppl/Herrmann/Kirchner (Risk Book, German Stocks 1976-1995, Risk, Return and Liquidity, 1996) zurückgeht und mit 1976 bis 1995 einen mit 20 Jahren noch kürzeren Zeitraum umfasst. Die jeweils oberen Werte der Bandbreite (6,80 % bzw. 10,43 %) scheinen auf die Studie von Conen/Väth (Die Bank 1993, S. 642-647) zurückzugehen, die einen Zeitraum von 1949 bis 1988 (40 Jahre) umfasst. Auch diese Studie ist – ohne auf weitere Details einzugehen – als veraltet einzustufen.

Betrachtet man neuere Untersuchungen, so können diese als reine Fortschreibungen auf den Datenreihen CDAX-Performanceindex sowie REXP oder anhand anderer Datenquellen aufgebaut sein. Weiter ist zu differenzieren, ob die Angaben sich auf Vor- oder Nachsteuerwerte erstrecken und ob die Berechnungen nach dem geometrischen oder dem arithmetischen Mittel erfolgen.

In den Kurs- und Performance-Zeitreihen des CDAX sind Körperschaftsteuergutschriften der Jahre 1977 bis 2001 nicht enthalten, die sich damals aus dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren ergaben. Erfolgt hierfür keine Korrektur, wird die hieraus abgeleitete Aktienrendite und folglich die Marktrisikoprämie unterschätzt.

Bei der Arbeit von Stehle/Schmidt, Credit und Capital Markets 2015, S. 427 ff., aus dem Jahr 2015 handelt es sich nicht um eine bloße Fortschreibung von Indexdaten, sondern vielmehr wurde die Datenreihe überarbeitet. Dies gilt speziell im Hinblick auf die Korrektur historischer Rückrechnungen unter Einschluss der bislang vernachlässigten KSt-Gutschriften. Für den Zeitraum von 1954 bis 2013 beläuft sich nach dieser Arbeit das **geometrische Mittel der Marktrisikoprämie vor Steuern auf 6,08 %**. Da in dem Tabellenwerk Nr. 6 (a.a.O., S. 469) nur geometrische Mittelwerte dargestellt sind, für die Unternehmensbewertung aber das arithmetische Mittel bedeutsam ist (a.a.O., S. 431), haben wir basierend auf den von Stehle/Schmidt verwendeten Datenreihen anhand der angegebenen Aktienrenditen das arithmetische Mittel für den Zeitraum von 1954 bis 2013 mit 13,77 % erhoben. Wird hiervon das arithmetische Mittel des seitens Stehle/Schmidt definierten risikofreien Zinssatzes (1954-2013) mit 4,75 % in Abzug gebracht, so ergibt sich eine **arithmetische Marktrisikoprämie vor Steuern von rund 9,02 %** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149, 154).

Zu der Entscheidung des LG München I, 17. April 2019, 5 HK O 14963/17, Beschlusstext 60, in der auf die Ausführungen von Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 579 ff.) Bezug genommen und ausgeführt wird, dass lediglich eine marginale Erhöhung des durchschnittlichen Wertes (hier der Marktrisikoprämie vor Steuern) gegenüber den 2003 endenden Zeitreihen aus der Stehle Studie (vgl. WPg 2004, S. 906 ff.) und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie vorliegen, ist auszuführen:

Wollny ersetzt die ursprüngliche CDAX-Datenreihe bis 2003 durch die neuere FTS-Datenreihe (= Frankfurt-Top-Segment, vgl. Stehle/Schmidt, Credit and Capital Markets 2015, S. 427, 429). Für den identischen Zeitraum von 1955 bis 2003 ist dadurch ein leichter Anstieg der Aktienrendite von 12,40 % auf 12,67 % zu verzeichnen (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 580). Den am REXP gemessenen risikolosen Zinssatz übernimmt Wollny unverändert aus der Stehle-Studie des Jahres 2004 mit 6,94 % (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 580). Die diesbezügliche Datenquelle wird mit „jährliche nominale Rendite von Bundeswertpapieren (in %), Anlagezeitraum 1 Jahr, Sichtweise eines inländischen Anlegers mit einem marginalen Steuersatz von 0 %“ angegeben (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 580). Dies entspricht den von Stehle für den entsprechenden Anlagehorizont veröffentlichten Daten für den REXP (vgl. Stehle, WPg 2014, S. 906, 925). Die hierdurch seitens Wollny berechnete Marktrisikoprämie vor Steuern im Zeitraum 1955 bis 2003 beläuft sich auf 5,73 % (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 580).

Unter Verwendung der FTS-Datenreihe bis 2013 gemäß der neueren Veröffentlichung in Stehle/Schmidt ergibt sich eine Aktienrendite vor Steuern von 12,55 % für den verlängerten Zeitraum 1955 bis 2013 (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 582). Dies entspricht einem geringfügigen Anstieg der Aktienrendite. Unter Verwendung des REXP bis 2013 gemäß den eigenen Berechnungen von Wollny ergibt sich ein so gemessener risikoloser Zins von 6,52 % für den verlängerten Zeitraum 1955 bis 2013 (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 582). Die hierdurch seitens Wollny berechnete Marktrisikoprämie vor Steuern im Zeitraum 1955 bis 2013 beläuft sich auf 6,03 % (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, S. 582).

Die nachstehende Tabelle fasst die vorstehenden Daten zusammen:

		Aktienrendite	vor Steuern REXP	MRP
Stehle 2004	1955-2003	12,40%	6,94%	5,46%
Wollny 2018	1955-2003	12,67%	6,94%	5,73%
	2004	9,89%	6,70%	
	2005	27,33%	4,08%	
	2006	25,48%	0,27%	
	2007	17,71%	2,51%	
	2008	-39,36%	10,15%	
	2009	18,50%	4,92%	
	2010	19,91%	4,01%	
	2011	-14,19%	8,29%	
	2012	28,40%	4,64%	
	2013	<u>26,11%</u>	<u>-0,49%</u>	
	2004-2013	11,98%	4,51%	7,47%
	1955-2013	12,55%	6,52%	6,03%

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Wollny

Betrachtet man isoliert den Zeitraum von 2004 bis 2013, so ergibt sich aus den Berechnungen von Wollny eine signifikante Erhöhung der Marktrisikoprämie vor Steuern auf 7,47 %.

Ein besonderes Augenmerk verdient in diesem Zusammenhang die Entwicklung des REXP in dem Zeitraum von 2004 bis 2013. Während sich im Zeitablauf ein sukzessiver Rückgang des anhand der Svensson-Methode gemessenen Basiszinssatzes einstellt, weist der REXP hier Renditen aus, die teilweise signifikant über dem Basiszinssatzniveau liegen. Die Effekte aus der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise, die letztlich zu der Erhöhung der Bandbreitenempfehlung im Jahr 2012 geführt haben, werden bei der sehr langfristigen Betrachtung von 1955 bis 2013 nivelliert. Hinzu kommt, dass der

REXP als Performance Index für den Zwischenzeitraum von 2004 bis 2013 zu Verzerrungen führt. Als Performance Index erfasst der REXP auch Kursgewinne auf Staatsanleihen. Insoweit werden die Renditen von Anleiheindizes von dem seit Jahren rückläufigen Niveau der Zinsstrukturkurven kaum beeinflusst, denn der Rückgang der Basiszinssätze ging mit entsprechenden Kursgewinnen auf bestehende Staatsanleihepapier, die noch über eine relativ hohe fixe Verzinsung verfügen, einher. Für die Verwendung historischer Renditen zu Prognosezwecke ist die Frage zu beantworten, ob es sich dabei um eine für die Zukunft repräsentative Situation handelt. Da ein - ausgehend von dem Basiszinzniveau des Jahres 2014 - noch weiteres signifikantes Absinken des Basiszinses als unwahrscheinlich einzustufen ist, kann nicht von einer nachhaltigen Erhöhung der REXP-Rendite durch (weite) Kursgewinne ausgegangen werden, sondern ist eine Angleichung der Anleiherendite an das Basiszinzniveau zu erwarten. In der Literatur wird der einmalige Effekt beim REXP (von 2004 bis 2013) als „Golden Age of Bonds“ bezeichnet (vgl. OLG Düsseldorf, 22. März 2018, VI-3 Kart 466/16 (V), Tz. 76, 99, 127 (BeckRS)). Aufgrund dieses einmaligen Effekts und der damit einhergehenden Verzerrung liegt die historische Entwicklung des REXP auch der aktuellen FAUB-Empfehlung aus dem September 2012 nicht mehr zu Grunde.

Würde man den Beobachtungszeitraum für den REXP auch nur bis 2018 verlängern, so sänke dieser von 4,51 % weiter auf 3,70 %. Bezogen auf den Zeitraum nach der Hochphase der Finanzmarktkrise beläuft sich die durchschnittliche REXP-Rendite von 2012 bis 2018 auf nur noch 2,09 %.

Die nachstehende Tabelle zeigt das arithmetische Mittel der Anleiherendite für unterschiedliche Zeiträume:

	REXP	REXP	REXP
2004	6,70%	6,70%	
2005	4,08%	4,08%	
2006	0,27%	0,27%	
2007	2,51%	2,51%	
2008	10,15%	10,15%	
2009	4,92%	4,92%	
2010	4,01%	4,01%	
2011	8,29%	8,29%	
2012	4,64%	4,64%	4,64%
2013	-0,49%	-0,49%	-0,49%
2014		7,10%	7,10%
2015		0,51%	0,51%
2016		2,33%	2,33%
2017		-0,95%	-0,95%
2018		1,46%	1,46%
	4,51%	3,70%	2,09%

Quelle: eigene Darstellung

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die These von Wollny, wonach bis 2013 lediglich eine marginale Erhöhung der Marktrisikoprämie vor Steuern gegenüber der 2003 endenden Zeitreihe aus der Stehle Studie gegeben sei und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie vorlägen, aufgrund der unreflektierten Verwendung der Anleiherendite des REXP nicht zu überzeugen vermag.

Zuschlag nach § 203 BewG

Die aktuelle Rechtsprechung des OLG München führt aus, dass aus der Wertung des § 203 BewG i.d.F. 2016 der Ansatz einer höheren Marktrisikoprämie nicht ausgeschlossen sei, weil die Bewertung im vereinfachenden Ertragswertverfahren nicht mit der Bewertung nach der Ertragswertmethode gleichgesetzt werden könne (vgl. OLG München, 30. Juni 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext, S. 22).

FAUB-Stellungnahme vom 19. September 2012

Im Zusammenhang mit der Finanzmarkt- und Staatschuldenkrise und deren anhaltenden Auswirkungen hält der FAUB es in seinem Hinweis vom 19. September 2012 (vgl. IDW-FN 2012, S. 568 f.) für sachgerecht, derzeit bei der Bemessung der **Marktrisikoprämie von einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern)** auszugehen.

Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf eine aktuelle Veröffentlichung zur Empfehlung des FAUB des IDW betreffend die Erhöhung der Bandbreite für die Marktrisikoprämie (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg 2018, 806 ff.). Mit der Veröffentlichung wird der Kritik Rechnung getragen, die Empfehlung des FAUB sei nicht ausreichend begründet worden.

Der Inhalt des Beitrags lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Die derzeitige, nun schon seit fast zehn Jahren andauernde Kapitalmarktsituation ist im historischen Vergleich ungewöhnlich. Sie wird geprägt durch sehr niedrige, teils sogar negative Zinsen für (risikolose) Staatsanleihen. Diese sind maßgeblich von geldpolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere dem Anleihekaufprogramm der EZB und der damit verbundenen Ausweitung der Geldmenge, sowie einer Fluchtbewegung in sichere Anlagen, wie deutsche Staatsanleihen, beeinflusst.

Bei unveränderter Übernahme der früheren quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie würde der historisch niedrige Basiszinssatz zu dem Ergebnis führen, dass die Gesamtrendite

(Summe aus Marktrisikoprämie und Basiszinssatz) erheblich gesunken ist. Dieses Ergebnis passt indes nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen.

Die Gesamtrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, auf dessen Basis sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamtrendite ableiten ließe. Der FAUB verfolgt insoweit mehrere konzeptionelle Ansätze. Alle Ansätze haben Stärken und Schwächen und keinem einzigen kann daher eindeutig der Vorzug gegeben werden. Aus diesem Grund nimmt der FAUB eine möglichst breite Perspektive ein und betrachtet beispielsweise unterschiedliche vergangenheitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze, nationale und internationale Ansätze, usw.

Nach der Auffassung des FAUB zeigen die Ergebnisse aus unterschiedlichen methodischen Überlegungen, nämlich

- die Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen,
- die Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen,
- die Verwendung von ex-ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie
- das CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme,

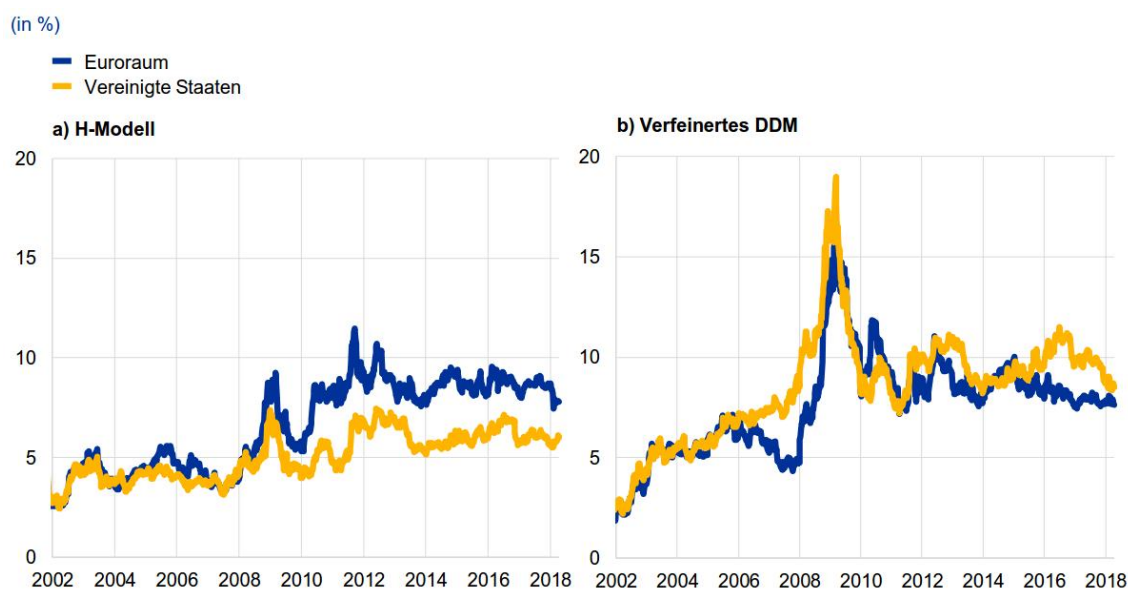
dass die Gesamtrendite nicht in dem Ausmaß gesunken ist, in dem ein Rückgang des Basiszinssatzes zu beobachten ist und folglich die Marktrisikoprämie gestiegen ist.

Dazu nachfolgend im Einzelnen:

Die vom FAUB durchgeführten ex-post Analysen ergeben keinen Hinweis, dass der gesunkene Basiszinssatz mit einem gleichförmigen Absinken der langfristigen Gesamtrendite einhergegangen wäre. Im Umkehrschluss ergeben sich daher höhere „ex-post“-Marktrisikoprämien von rund 7 % (geometrisch) bis rund 10 % (arithmetisch). Die ex-post Ergebnisse stützen also die Empfehlung des FAUB und sprechen für einen weiteren Aufwärtstrend.

Die ex-ante Analyse impliziter Kapitalkosten kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die Marktrisikoprämie seit dem Jahr 2010 nachhaltig gestiegen ist. Für Ende 2017 ergibt sich eine implizite Marktrisikoprämie von etwa 7 % (vor Steuern). Die Deutsche Bundesbank kommt zu sehr vergleichbaren Werten. Am Rande sei angemerkt, dass in dem Wirtschaftsbericht 4/2018 der EZB, S. 95, explizit hervorgehoben wurde, dass die Eigenkapitalkosten von Nichtbanken im Euroraum in den letzten Jahren relativ hoch geblieben und insbesondere nicht analog den Fremdfinanzierungskosten gesunken sind.

Je nach Modell beläuft sich die geschätzte Marktrisikoprämie im Euroraum derzeit zwischen rund 8,0 % und knapp 7,0 % – vor Steuern (vgl. ebenda, S. 106; blaue Linie für Euroraum):



Diesen Befund spiegelt auch die Empfehlung der österreichischen Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftsprüfer wider. In deren Empfehlung vom 17. Oktober 2017 wird, ausschließlich gestützt auf implizite Kapitalkostenmessungen, eine Bandbreite der impliziten Gesamtrendite zwischen 7,5 % und 9,0 % abgeleitet. Die der Bewertung zugrunde zu legende Marktrisikoprämie ergibt sich hiernach durch Abzug des stichtagsbezogenen Basiszinssatzes. Die Empfehlung der Arbeitsgruppe orientiert sich an impliziten Aktienrenditen und damit auch impliziten Marktrisikoprämien (vgl. Bertl, WPg 2018, S. 805). Bei einer Orientierung an der Obergrenze kann sich bei dem derzeit niedrigen Basiszinsniveau eine Marktrisikoprämie ergeben, die deutlich über dem vom deutschen FAUB empfohlenen Niveau (5,5 % bis 7,0 %) liegt (vgl. Rabel, BewP 2018, S. 2, 3).

Der FAUB hat sich auch mit dem Vorwurf befasst, bei der Ermittlung impliziter Kapitalkosten würde tautologisch von Aktienpreisen auf Kapitalkosten geschlossen. Nach der Auffassung des FAUB ist dieser Vorwurf nicht berechtigt. Eine Tautologie läge vor, wenn ein bereits bekanntes Ergebnis derart verwendet wird, dass es aufgrund der verwendeten Modelllogik wieder reproduziert werden muss. Tatsächlich soll bei der Bestimmung impliziter Kapitalkosten nicht der bereits bekannte Börsenwert der einzelnen dazu verwendeten Unternehmen bestimmt werden. Vielmehr wird über die Durchschnittsbildung über eine Vielzahl von Unternehmen – beispielsweise des gesamten CDAX – die Gesamtrendite des Kapitalmarkts bestimmt. Die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erfolgt aus einer Gesamtschau und berücksichtigt in theoretischer wie inhaltlicher Sicht den Umstand

eines höheren Risikos bei Aktieninvestitionen gegenüber risikolosen bzw. staatlich abgesicherten Anlageformen. Die Höhe der Marktrisikoprämie ist regelmäßiger Tagesordnungspunkt bei FAUB Sitzungen. Die Bandbreitenempfehlung wurde seit 2012 unverändert aufrechterhalten und in der jüngsten Sitzung am 29. Mai 2019 abermals bestätigt.

Verdichtung einer Bandbreitenempfehlung auf den Mittelwert

Sofern die Rechtsprechung auf die Bandbreitenempfehlung des FAUB zurückgreift, ist diese auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung in aller Regel auf den Mittelwert der Nach-Steuer-Marktrisikoprämie.

Auch eine Reihe von Oberlandesgerichten hat sich in jüngerer Zeit für den Ansatz des Mittelwerts der FAUB-Bandbreitenempfehlung ausgesprochen (vgl. OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/19, Beschlusstext S. 24; OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Beschlusstext S. 58; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; Tz. 73 (BeckRS); OLG Hamburg, 30. Juni 2016, 13 W 75/14, Beschlusstext S. 19; OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 65 (BeckRS)). Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass das OLG München – im Kontext der aktuellen Bandbreitenempfehlung des FAUB aus dem Jahr 2012 – eine Orientierung erstinstanzlicher Entscheidungen am unteren Rand der Bandbreite im Rahmen des richterlichen Schätzungsermessens bestätigt hat (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext S. 21 f.; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 109 (BeckRS)).

Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag (vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122). Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein (vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 250). Bezogen auf den vorliegenden Bewertungsstichtag sind derzeit keine außergewöhnlich geringen Unsicherheiten an den Aktienmärkten greifbar, die eine Orientierung am unteren Rand geboten erscheinen lassen.

Rechtsprechung

Abschließend ist festzuhalten, dass die vom Bewertungsgutachter angesetzte **Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 %** nach unserer Auffassung zutreffend ist. Eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern wurde bislang auch von den Landgerichten Stuttgart, Hannover, Kiel, Koblenz, Köln, Bremen und Hamburg bestätigt (vgl. LG Bremen, 7. Februar 2019, 11 O 231/15, Beschlusstext S. 15 f.; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 99; LG Stuttgart, 24. September 2016, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 26; LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 97/14, Beschlusstext S. 38; LG Stuttgart, 12. Mai 2017, Az. 31 O 61/13, Beschlusstext S. 23; LG Hannover, 24. Januar 2017, Az. 26 O 106/15, Beschlusstext S. 30; LG Hamburg, 11. Januar 2017, Az. 415 HKO 27/15, Beschlusstext S. 15; LG Stuttgart, 22. August 2016, 31 O 1/13, Beschlusstext S. 22; LG Köln, 22. März 2016, 91 O 30/14, Beschlusstext S. 32; LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14, S. 11 (BeckRS); LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HK O 166/12, Beschlusstext S. 41; LG Hamburg, 12. Juni 2015, Az. 403 HKO 43/14, Beschlusstext S. 18; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12, Beschlusstext S. 44 ff. (6,0 %); LG Koblenz, 17. März 2015, Az. 4 HK O 166/12, Beschlusstext S. 45; LG Hannover, 25. Februar 2015, 23 AktE 7/13, Beschlusstext, S. 18 f.; LG Hamburg, 26. September 2014, 403 HKO 19/13, S. 10 (BeckRS).

Konsequenterweise haben das OLG Hamburg (30. Juni 2016, 13 W 75/14, Beschlusstext S. 19), das OLG Celle (17. Juni 2016, 9 W 42/16, Beschlusstext S. 5) sowie das OLG Dresden (16. August 2016, 8 W 244/17, Beschlusstext S. 23) den Ansatz von 5,5 % der Vorinstanz jeweils bestätigt. Das OLG Frankfurt sieht unter Bezugnahme auf die FAUB-Empfehlung vom 19. September 2012 ebenfalls eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als sachgerecht an (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, S. 11 (Iareda); vgl. hierzu auch: Rölike, DB 2017, S. 713). Insbesondere obliege es demnach weder der Gesellschaft noch dem Gericht, umfassende wissenschaftliche Studien zur Marktrisikoprämie durchzuführen, die letztendlich ohnehin nicht zweifelsfrei zu ermitteln wäre; jedenfalls „wenn der Verband der Wirtschaftsprüfer und damit der maßgeblichen Experten auf dem fraglichen Gebiet eine Bandbreite bekannt gibt, die zwar gegebenenfalls diskussionswürdig, aber zumindest nicht abwegig erscheint“ (vgl. OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 108 (BeckRS)). Auch das OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16, Leitsatz, Tz. 39 ff. (BeckRS), betont, dass es im Regelfall angemessen sei, den Empfehlungen des FAUB zu folgen und die Marktrisikoprämie innerhalb der empfohlenen Bandbreite (hier mit 5,5 % nach Steuern) festzusetzen.

Ergebnis

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die vom Bewertungsgutachter nach gutachterlichem Ermessen festgesetzte Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % angemessen ist.

bb) Betafaktor

Die durchschnittliche Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM wie nach dem Tax-CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93).

Bei dem CAPM handelt es sich um ein auf der Portfoliotheorie basierendes Modell des Kapitalmarktes. Entsprechend wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („**Diversifikation**“). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**“, das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem sogenannten „**unsystematischen Risiko**“ unterschieden. Da sich durch das unsystematische Risiko bedingte Schwankungen von Zahlungsströmen verschiedener Unternehmen ausgleichen, bleibt der Zahlungsstrom aus dem Marktportfolio hinsichtlich dieses unsystematischen Risikos unbeeinflusst. Nach dem CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko. Dabei dürfen unsystematische Risiken nicht mit unternehmensspezifischen und systematische Risiken nicht mit gesamtwirtschaftlichen Risiken gleichgesetzt werden (vgl. Zeidler et a., BewP 2012, S. 134). Vielmehr reagieren Unternehmen auf makroökonomische Risikotreiber unterschiedlich stark und gegebenenfalls mit unterschiedlichen Vorzeichen, mithin kommt es zu ganz unterschiedlichen, unternehmensindividuellen Reaktionen auf die Risikotreiber (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 97) und damit zu einem unterschiedlich hohen systematischen Risiko, das im Betafaktor zu reflektieren ist.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich weiter unterteilen in das **operative Risiko**, d. h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das **Kapitalstrukturrisiko**. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Der Betafaktor wird mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Er ergibt sich rechnerisch als Steigungsmaß einer Regressionsgeraden, die so durch eine „Punktwolke“ aus Renditepaaren von Unternehmensrenditen und Marktrenditen gelegt wird, dass die Abstände der Punkte von dieser Regressionsgeraden minimal sind. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt dabei anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (= zu erklärende Variable) auf die Rendite des Aktienindex als Approximation der Marktrendite (= erklärende Variable).

Der Betafaktor drückt inhaltlich aus, wie sich das Risiko des bewerteten Unternehmens zum Marktrisiko verhält. Ist der Betafaktor 1, so entspricht das Risiko dem Marktdurchschnitt; ein Betafaktor von kleiner als 1 bedeutet, dass das zu bewertende Unternehmen einem geringeren Risiko ausgesetzt

ist. Bei einem Betafaktor von größer als 1 ist das Unternehmen entsprechend einem Risiko ausgesetzt, welches oberhalb des Marktdurchschnitts liegt.

Neben der rein rechnerischen Ableitung des Steigungsmaßes stellt sich die Frage nach der Aussagekraft der Regressionsanalyse. Bei regelmäßig mit Bewertungsfragen beschäftigten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften hat sich deshalb in den letzten Jahren die statistische Güteanalyse im Sinne einer vorgeschalteten Filteruntersuchung durchgesetzt. Bildlich gesprochen kann bei einer stark streuenden Punktwolke die Regressionsgerade nicht genau bestimmt werden, da auch eine leicht gedrehte Gerade ein nahezu ebenso gutes Abbild repräsentiert. Um die Güte einer Regression zu messen, werden unterschiedliche statistische Maße verwendet, die darüber Aufschluss geben sollen, wie „gut“ im Sinne von „statistisch aussagekräftig“ die abgeleiteten Regressionsergebnisse sind. Hierbei kommen im Wesentlichen das Bestimmtheitsmaß (r^2) und der sogenannte T-Test zur Anwendung. Ferner können zur Güteanalyse des Betafaktors auch Geld-Brief-Spannen ausgewertet werden, da diese einen Eindruck von der Aussagekraft der zugrundeliegenden Aktienkurse erlauben.

Bestimmtheitsmaß (r^2)

Ein Indikator für die statistische Aussagefähigkeit der Regressionsgleichung ist das **Bestimmtheitsmaß** (r^2). Es gibt an, wie viel Prozent der Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird. Im CAPM ist die Rendite der zu bewertenden Aktie vollständig durch die Entwicklung des Marktportfolios erklärt, da lediglich das systematische Risiko bepreist wird. Der Betafaktor misst dementsprechend die Schwankung der Aktienkursrendite relativ zur Schwankung der Marktrendite. In diesem Idealfall eines r^2 von 1 liegen alle Beobachtungspunkte auf einer Geraden, die mit der Regressionsgeraden übereinstimmt. Allgemein stellt sich die Frage, wie geringere Ausprägungen von r^2 zu interpretieren sind. Ein r^2 unter 1 bedeutet, dass ein (oft sehr hoher) Anteil der in der Stichprobe beobachteten Aktienkursstreuung nicht durch die Marktentwicklung, sondern durch andere Einflussfaktoren erklärbar ist (vgl. Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 177; Dörschell et al., WPg 2008, S. 1152, 1160).

Üblicherweise werden bei Betaberechnungen aus empirischen Daten Bestimmtheitsmaße im einstelligen Prozentbereich bis hin zu rund 50 % (entsprechend 0,50) erzielt. Hinsichtlich des Bestimmtheitsmaßes hat das OLG Stuttgart festgestellt, dass dieses bei Werten von 0,051 bzw. 0,054 sehr nahe an Null liegt und damit der Betafaktor keine ausreichende Signifikanz aufweist (vgl. OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 247 (juris); im Ergebnis ebenso: OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 77 (juris) bei einem r^2 von 0,02). Selbst bei Werten von 0,07 bzw. 0,11 wird vom OLG Stuttgart die statistische Güte als zu gering für eine Verwendung des unternehmenseigenen Betas eingestuft (vgl. OLG Stuttgart, 22. September 2009, 20 W 20/06, AG 2010, S. 42, 45). Generell gibt es keine eindeutige Untergrenze für eine statistische Aussagefähigkeit des Bestimmtheitsmaßes.

T-Test

Der T-Test ist ein statistisches Verfahren zur Überprüfung von Hypothesen. Dabei wird stark vereinfacht gesprochen untersucht, ob das stets anhand einer Stichprobe für einen Mehrjahreszeitraum (i. d. R. zwei oder fünf Jahre) ermittelte Beta statistisch einen gesicherten Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktie und der Rendite des Index widerspiegelt. Ein statistischer Zusammenhang zwischen Aktienkurs- und Marktrendite kann bei diesem Verfahren allerdings immer nur mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (der sogenannten Konfidenzwahrscheinlichkeit, typischerweise 95 % oder 99 %) vermutet werden.

In Abhängigkeit von der geforderten Konfidenzwahrscheinlichkeit und der Anzahl der Renditekombinationen zwischen Index und Aktie gibt es Tabellenwerke, die den geforderten T-Wert enthalten. Ist der im Einzelfall berechnete Absolutwert der Prüfgröße (T-Wert) größer als der Tabellenwert der t-Verteilung (T-kritisch), dann wird mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von einem statistisch gesicherten Zusammenhang ausgegangen. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit, die beobachtete Punktwolke zu erhalten, ohne dass dabei die Marktrendite einen Einfluss auf die Aktienkursrendite hat, unter 5 % bzw. 1 % liegt (vgl. Dörschell et al., WPg 2008, S. 1152, 1160).

Geld-Brief-Spanne

Der Betafaktor soll den Zusammenhang zwischen den Renditen der Aktie und den Renditen des Marktes abbilden. Unabdingbare Voraussetzung für die Prognoseeignung einer mittels Regression für den Betafaktor abgeleiteten Wertindikation ist, dass sich die Aktie sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpasst. Würden sich die Aktienrenditen dagegen zeitlich verzögert anpassen, kann der statistisch ermittelte Betafaktor den Zusammenhang zwischen Aktienrendite und Marktrendite nicht zutreffend widerspiegeln (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 167).

Als Maßstab für eine gegebene unverzerrte Anpassungsfähigkeit werden in der Literatur verschiedene Liquiditätsmaße wie der Free Float, das Handelsvolumen und die Geld-Brief-Spanne diskutiert. In der Literatur gibt es bislang keinen Konsens darüber, ab welcher absoluten Höhe der Geld-Brief-Spanne eine ausreichende Liquidität des Marktes nicht mehr gegeben ist (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 175). Die Liquiditätsklasse 1 für Designated Sponsors im Xetra-Handel liegt bei maximal 2,5 % (vgl. Deutsche Börse AG, Designated Sponsor Guide, Version 10.1., Punkt 4.2). Nach Auffassung des OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 34 (BeckRS), bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Briefspanne erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie. Nicht ausreichend seien 2,37 % (vgl. OLG Frankfurt, 19. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 69 (BeckRS)).

Der sachverständige Bewertungsgutachter KPMG hat im Rahmen der Auswahl der in die Betaberechnung einzubeziehenden Vergleichsunternehmen auf eine Obergrenze der Geld-Brief-Spanne von 1,5 % abgestellt. Diese liegt innerhalb der in Literatur und Rechtsprechung diskutierten Bandbreite und ist daher nicht zu beanstanden.

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta, verschuldet“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarkt-beta von 1 in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta, verschuldet“.

Sofern die am Markt gemessenen Betafaktoren adjustiert werden, setzt die Adjustierungsformel an den verschuldeten Betafaktoren an. Aus dem „Raw Beta, verschuldet“ wird das „Adjusted Beta, verschuldet“. Erst nachfolgend wird das Unlevern vorgenommen. Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung und beläuft sich definitionsgemäß für den Gesamtmarkt auf 1,0.

Bei der Adjustierung wird die Tatsache genutzt, dass empirische Studien für eine Vielzahl von Aktienmärkten und Zeiträumen ergeben haben, dass Betafaktoren sich im Zeitablauf zum Marktdurchschnitt und damit zum Marktbetafaktor von 1 entwickeln (vgl. Blume, Journal of Finance, 1971, Vol. 26, No. 1, S. 1 ff.; Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, 1997, S. 241 m.w.N.).

Aus ökonomischer Sicht kann dies damit begründet werden, dass Unternehmen im Zeitablauf durch Wachstum und Diversifizierung ihr Risiko streuen und somit Betawerte tendenziell gegen 1 konvergieren. Dieser Effekt kann am operativen Risiko und/oder einer Anpassung des Verschuldungsgrades ansetzen. In der Literatur wird diese Eigenschaft von Betafaktoren auch unter dem Begriff der „autoregressiven Tendenz“ diskutiert. Sie bewirkt, dass der verschuldete Betafaktor einer Aktie in der Folgeperiode näher am Mittelwert aller Aktien liegt als in den vorangegangenen Perioden. Unter dem Mittelwert liegende Werte tendieren somit nach oben, über dem Mittelwert liegende Werte nach unten. Durch eine autoregressive Anpassung (bspw. nach Blume) kann die **Bandbreite der Streuung** der Betafaktoren verringert werden (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, 1997, S. 247).

Statistische Schätzungen weisen stets bestimmte Unsicherheiten auf. Eine Adjustierung hin zur Marktreferenz (Wert 1), kann ähnlich wie die Durchschnittsbildung und Rundung beim Svensson Verfahren, entsprechende Unsicherheiten ausgleichen. Insoweit können **Über- oder**

Unterschätzungen des Betafaktors durch die Blume-Anpassung deutlich reduziert werden (vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 78).

Für eine Anpassung von Raw Betas wird auch die Berechnungssystematik ins Feld geführt. Die in der fernerer Vergangenheit liegenden fundamentalen Veränderungen des Unternehmens sind im Rahmen der Ex-Post-Beta-Schätzung bereits berücksichtigt worden. Dagegen sind die aus den jüngsten fundamentalen Veränderungen resultierenden Risiken nur unzureichend berücksichtigt (vgl. Rosenberg/Guy, Financial Analysts Journal 1976, S. 62, 63). Mit anderen Worten ist eine Anpassung der empirisch aus Vergangenheitsdaten gewonnenen Raw Betas notwendig, um die zukünftig zu erwartenden Trends zu antizipieren (vgl. Timmreck, FB 2002, S. 300, 304). Dabei wird eine Anpassung des Raw Beta hin zum Marktdurchschnitt (Wert 1) als gerechtfertigt angesehen. Der Adjustierung wird demzufolge die Aufgabe zugewiesen, eine adäquate **Zukunftsorientierung** zu gewährleisten (vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 76 f.).

Das Adjusted Beta entsprechend der Blume-Anpassung stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Definition dar (vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77). Dieses Verfahren, bei dem das raw Beta mit $0,667 (=2/3)$ multipliziert und $0,333$ hinzuaddiert wird, hat dabei den Rang einer Konvention. Ein anderes Verfahren stellt die Anpassung nach Vasicek dar (vgl. Vasicek, A Note on Using Cross-Sectional Information in Bayesian Estimation of Security Betas, The Journal of Finance, 1973, S. 1233 ff.; befürwortend: OLG Düsseldorf, 24. April 2013, VI-3 Kart 65/08, S. 28 (BeckRS)). Bei der Adjustierung nach Vasicek werden verschuldete Raw Betas verstärkt in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z. B. des Marktdurchschnittes) gewichtet, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

Der Bewertungsgutachter verwendet Adjusted Betas. Bewertungsmethodisch handelt es sich bei der Verwendung von Adjusted- und Raw-Betafaktoren um gleichermaßen akzeptierte wie praktizierte Vorgehensweisen (vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410). Auch der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass einer der Methoden gegenüber der anderen ein genereller Vorrang eingeräumt und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird (vgl. LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris)). Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen (vgl. BGH, 27. Januar 2015, EnVR 37/13, Tz. 10 (<https://juris.bundesgerichtshof.de>)). In einer jüngeren Entscheidung hat das OLG München ausgeführt, dass die Adjustierung nicht abzulehnen sei (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 23 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14, Beschlusstext, S. 84). Im Ergebnis gleicher Ansicht für die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet (vgl. LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, Beschlusstext S. 112 ff.).

Die Berücksichtigung von Adjusted Betas durch den Bewertungsgutachter ist somit grundsätzlich angemessen.

Zeitraum der Betaberechnung

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden überwiegend Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris)).

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren (vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27). Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u. a. durch einen Börsengang oder ein Squeeze-out-Verfahren hervorgerufen wurden, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet (vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris)).

Originärer Betafaktor der Weber & Ott AG

In einer Pressemitteilung vom 17. September 2015 wurde bekanntgegeben, dass der Vorstand der Weber & Ott AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats beschlossen hat, den Widerruf der Zulassung der auf den Inhaber lautenden Stammaktien der Gesellschaft zum Handel an der Bayerischen Börse zu München zu stellen (sog. Delisting). Diese Entscheidung ist vor dem Hintergrund der Einführung der EU-Marktmisbrauchsverordnung erfolgt. Es wurde erwartet, dass der mit den resultierenden Verpflichtungen einhergehende Kostenaufwand den wirtschaftlichen Nutzen einer Börsennotierung nicht mehr rechtfertigen würde, da die Gesellschaft zum damaligen Zeitpunkt keine Finanzierung über den Kapitalmarkt plante.

Der Widerruf der Zulassung zum Börsenhandel ist mit Wirkung zum 1. Juli 2016 – und damit über drei Jahre vor dem Stichtag der beschlussfassenden Hauptversammlung – erfolgt. Aufgrund mangelnder Fungibilität der Aktien der Weber & Ott AG hat der Bewertungsgutachter KPMG auf die Ableitung eines originären Betafaktors verzichtet. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht.

Betafaktor der Peer Group

Der Bewertungsgutachter hat vor dem Hintergrund der fehlenden Börsennotierung der Weber & Ott AG einen Peer Group-Betafaktor auf Basis einer Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen ermittelt. Der Rückgriff auf Peer Group-Betafaktoren wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 72 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09, Beschlusstext S. 50; OLG Frankfurt, 21. Dezember 2010, 5 W 15/10, Tz. 81 (juris); OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08, Tz. 163 (juris); OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 235, 254 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (vgl. OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12), OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43).

Der Bewertungsgutachter KPMG hat hierzu die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf das Geschäftsmodell der Weber & Ott-Gruppe untersucht. Anhand dieser Kriterien wurde mit Hilfe der Datenbanken Capital IQ und Factiva in einem ersten Schritt eine Liste potenzieller Vergleichsunternehmen identifiziert, welche in vergleichbaren Haupttätigkeitsfeldern aktiv sind. Diese Liste wurde um Unternehmen, welche von der Weber & Ott-Gruppe als direkte Wettbewerber wahrgenommen werden sowie weitere Akteure aus der Textilbranche, welche bereits von KPMG im Zusammenhang mit früheren Projekten analysiert wurden, ergänzt. In einem weiteren Schritt hat KPMG die Belastbarkeit der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen untersucht. Neben statistischer Filterkriterien wie dem T-Test hat sich KPMG darüber hinaus auch Liquiditätsmaßen wie der Geld-Brief-Spanne, dem Streubesitzanteil und dem Handelsvolumen bedient. Wir halten diese Vorgehensweise für angemessen. Darüber hinaus hat KPMG eine ergänzende Analyse des unternehmensspezifischen Risikos anhand einer Simulationsrechnung vorgenommen, welche die Volatilität des bewertungsrelevanten Cashflows ins Verhältnis zu am Aktienmarkt beobachteten Renditen setzt.

Da der Zeitraum der Erhebung der Betafaktoren des Bewertungsgutachters KPMG am 31. März 2019 endet, haben wir im Rahmen unserer Prüfung zur Plausibilisierung des angesetzten Betafaktors der Weber & Ott-Gruppe ergänzend eine eigenständige Berechnung der Betafaktoren einer Peer Group aus vergleichbaren börsennotierten Unternehmen sowohl auf der Basis eines zweijährigen Beobachtungszeitraums bei wöchentlichen Renditeintervallen als auch eines fünfjährigen Beobachtungszeitraums bei monatlichen Renditen zum Prüfungszeitpunkt vorgenommen. Im Unterschied zum Bewertungsgutachter KPMG haben wir dabei das Unternehmen Gerry Weber vor dem Hintergrund der Bekanntgabe des laufenden Insolvenzverfahrens in Eigenverwaltung Ende Januar 2019 nicht in die Beta-Berechnung mit einbezogen. Zum Zeitpunkt der Erstellung des Prüfungsberichts war der Betafaktor der Adler Modemärkte AG über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlicher

Renditebeobachtung statistisch nicht signifikant. Wir haben aus diesem Grund von einer Aufnahme des Unternehmens in die Peer Group für den zweijährigen Betafaktor abgesehen. Hinsichtlich der Auswahl von Vergleichsunternehmen ist auf solche abzustellen, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells und des operativen Risikos vergleichbar zum Bewertungsobjekt sind. In der Bewertungspraxis mündet die Abgrenzung der Peer Group anhand der Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt oftmals in einen Zielkonflikt. Werden die Kriterien sehr eng gesetzt, ergibt sich meist nur eine sehr kleine Gruppe sehr gut vergleichbarer Unternehmen, während bei breiter ausgelegten Kriterien der Umfang der Peer Group auf Kosten der Vergleichbarkeit erhöht wird. Dies vorausgeschickt haben wir im Rahmen unserer Untersuchungshandlungen weitere Vergleichsunternehmen identifiziert und die Peer Group wie folgt ergänzt:

Ted Baker PLC, London/Vereinigtes Königreich

Ted Baker PLC ist eine britische Designermarke. Das Unternehmen vertreibt seine Kollektionen über verschiedene Distributionskanäle in eigenen und lizenzierten Einzelhandelsgeschäften, Kaufhäusern und ausgewählten unabhängigen Läden in Europa, den USA, Nahost, Asien und Australasien.

Industria de Diseño Textil S.A., Arteixo/Spanien

Industria de Diseño Textil S.A. (Inditex) entwirft, produziert und vertreibt Bekleidung. Die Gesellschaft ist eines der größten Textilunternehmen weltweit und in Deutschland vor allem durch die Marken Zara (modisch-aktuelle Bekleidung und Accessoires für Damen, Herren und Kinder im niedrigen Preissegment) und Massimo Dutti (modisch-elegante Modekollektionen für Herren und Damen im niedrigen Mittelpreissegment) bekannt.

Hennes & Mauritz AB, Stockholm/Schweden

Hennes & Mauritz AB (H&M) entwirft und verkauft Mode für Damen, Herren, Jugendliche und Kinder im Einzelhandel. Das Unternehmen verkauft eine Vielzahl von modischen, sportlichen und klassischen Kleidungsstücken zusätzlich zu Accessoires, wie Schmuck, Taschen, Schals und Kosmetika. Es besitzt und betreibt Geschäfte in europäischen Ländern und in den USA.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der Peer Group um Kapitalstruktureffekte ist es grundsätzlich berufsüblich, die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen vom Bewertungsgutachter in unverschuldete Betafaktoren umzurechnen (sogenanntes „Unlevern“), um eine Vergleichbarkeit mit dem operativen Risikoprofil des

Bewertungsobjekts herstellen zu können (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 58 (juris); OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 63 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09, AG 2011, S. 205, 209; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 60 (juris); OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 86 (juris)).

Auf Basis wöchentlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren ergeben sich die folgenden Betafaktoren (der Betrachtungszeitraum für die Ermittlung der Betafaktoren endet am 21. Juni 2019):

Name	Index	R ²	Levered Beta raw	Unlevered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta adj.
IC Group A/S	KAXGI Index	0,19	0,86	0,85	0,91	0,89
Monnari Trade SA	WIG Index	0,04	0,69	0,68	0,79	0,78
Tom Tailor Holding SE	CDAX Index	0,06	0,91	0,59	0,94	0,61
KappAhl AB	OMXSGI Index	0,09	0,98	0,90	0,99	0,90
HUGO BOSS AG	CDAX Index	0,22	0,86	0,82	0,90	0,86
Ted Baker PLC	ASXTR Index	0,12	1,31	1,23	1,21	1,13
Industria de Diseno Textil SA	MADX Index	0,35	1,06	1,05	1,04	1,04
Hennes & Mauritz AB	OMXSGI Index	0,13	0,85	0,83	0,90	0,88
Mittelwert				0,87		0,89

Es ergibt sich auf Basis von adjusted Betas ein Mittelwert für das unlevered Beta von **0,89**. Für raw Betas liegt der Mittelwert für das unlevered Beta bei **0,87**.

Ferner haben wir die Betafaktoren für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen bis zum 31. Mai 2019 ermittelt.

Name	Index	R ²	Levered Beta raw	Unlevered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta adj.
IC Group A/S	KAXGI Index	0,07	0,65	0,64	0,76	0,75
Monnari Trade SA	WIG Index	0,08	0,83	0,83	0,89	0,88
Tom Tailor Holding SE	CDAX Index	0,17	1,28	0,70	1,19	0,65
Adler Modemärkte AG	CDAX Index	0,17	0,72	0,65	0,81	0,72
KappAhl AB	OMXSGI Index	0,12	1,13	1,05	1,09	1,01
HUGO BOSS AG	CDAX Index	0,24	0,84	0,83	0,90	0,88
Ted Baker PLC	ASXTR Index	0,13	1,05	1,00	1,03	0,99
Industria de Diseno Textil SA	MADX Index	0,36	0,84	0,84	0,89	0,89
Hennes & Mauritz AB	OMXSGI Index	0,20	1,00	1,00	1,00	1,00
Mittelwert				0,84		0,86

Es ergibt sich auf Basis von adjusted Betas ein Mittelwert des unlevered Beta von **0,86**. Für raw Betas liegt der Mittelwert für das unlevered Beta bei **0,84**.

Der Gesamtschau folgend halten wir – auch vor dem Hintergrund der Bandbreite der dargestellten Betafaktoren – den vom Bewertungsgutachter KPMG angesetzten Betafaktor von 0,85 zur Bemessung des operativen Risikos der Weber & Ott AG für angemessen.

c) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag mit gerundet 0,5 % festgelegt.

Vorab dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

Misst man das Wachstum im Anstieg nomineller Gewinngrößen, so legt die allgemeine Lebenserfahrung es nahe, dass Unternehmen, die einen Teil der erwirtschafteten Jahresüberschüsse einbehalten und zur Innenfinanzierung nutzen, im Folgejahr ceteris paribus ein höheres Jahresergebnis aufweisen als solche Unternehmen, die den gesamten erwirtschafteten Jahresüberschuss an ihre Anteilseigner ausschütten.

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (**inflationsbedingtes Wachstum**) abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.).

Für Zwecke der Bewertung des nachhaltigen Ergebnisses stehen zwei sich ausschließende Rechenmodelle zur Verfügung. Im einen Fall, dem sog. **Dividend Discount Model**, stehen im Zähler die Ausschüttungen bzw. Dividenden, die mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden. Im Unterschied zu dem Ertragswertmodell gehen hierbei die nicht an die Anteilseigner ausgeschütteten Teile des Jahresüberschusses nicht in die Kapitalisierungsgröße ein. Der verbleibende Teil wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt.

Wenn - was in der Bewertungspraxis nicht ersichtlich ist - in der ewigen Rente nur ein Teil des Jahresüberschusses, nämlich der Dividendenanteil, kapitalisiert würde, dann sind die aus der Innenfinanzierung zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt eines hohen Wachstumsabschlags zu berücksichtigen. Hingegen kommt es im Rahmen des Ertragswertverfahrens in der ewigen Rente zu einer vollständigen Auskehrung des erwirtschafteten Jahresergebnisses (man kann dies auch als Wertbeitrag aus Ausschüttung zuzüglich Wertbeitrag aus Thesaurierung bezeichnen).

Vor diesem Hintergrund ist eine Fortsetzung des für die Detailplanungsphase erwarteten überdurchschnittlichen Gewinnwachstums in der Phase der ewigen Rente nur möglich, wenn kapazitätserweiternde Investitionen auch mittels Thesaurierungen finanziert werden. Unter der Annahme des eingeschwungenen Zustands der ewigen Rente, in dem das Bewertungsobjekt die die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektierenden Kapitalkosten nachhaltig verdient, korrespondieren die künftig rein operativ wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem **Wertbeitrag aus den Thesaurierungen** (nachhaltige Wertsteigerungen). Hier ist aber zu berücksichtigen, dass beim Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008 die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen bestehen. Da der Wertbeitrag aus Thesaurierungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Ausschüttungen primär inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Nach dem in der WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 467 beschriebenen Zusammenhang gilt:

$$w = (1 - q_{eff.}) * R_{EK}^{vSt} + q * \pi$$

mit

w = Gesamtwachstumsrate, $q_{eff.}$ = effektive Ausschüttungsquote, R_{EK}^{vSt} = verschuldete Eigenkapitalkosten vor Steuern und π = unternehmensspezifische Inflationsrate (= Wachstumsabschlag).

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten vor Steuern ergeben sich bei einem Basiszinssatz vor Steuern von 0,6 %, einer Marktrisikoprämie von 6,75 % vor Steuern und bei einem verschuldeten Betafaktor von rund 0,95 mit rund 7,0 %. Die effektive Ausschüttungsquote beläuft sich vorliegend auf rund 52 %.

Bezogen auf die Daten der Weber & Ott AG ergibt sich näherungsweise folgende Gesamtwachstumsrate:

$$w = (1 - 52 \%) * 7,02 \% + 48 \% * 0,5 \% = 3,6 \%$$

Insofern entspricht ein zur Unternehmensbewertung der Weber & Ott AG unterstellter Wachstumsabschlag von 0,5 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 3,6 %.

Den von dem Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag haben wir anhand von Preisindizes des Statistischen Bundesamtes sowie anhand von Prognosen von Bankanalysten und des

Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland auf Plausibilität geprüft. Die Inflationsrate für Deutschland wird unter Bezugnahme auf den Verbraucherpreisindex (Basis 2010 = 100) wie folgt angegeben:

Statistisches Bundesamt - Stand des Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2010 =100)		Durchschnittliche Veränderung
--	--	--

Mai 2016	100,6	
Mai 2019	105,4	1,57%

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland		Durchschnittliche Veränderung
--	--	--

2019

Untergrenze der Schätzungen		
Obergrenze der Schätzungen		1,50%

2020

Untergrenze der Schätzungen		
Obergrenze der Schätzungen		1,60%

2021

Untergrenze der Schätzungen		
Obergrenze der Schätzungen		1,60%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland		Durchschnittliche Veränderung
--	--	--

2019		1,34%
2020		1,67%
2021		1,94%
2022		2,21%
2023		2,23%
2024		2,23%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen		Inflationserwartung
---	--	----------------------------

10-jährige Staatsanleihen		0,79%
15-jährige Staatsanleihen		0,90%
30-jährige Staatsanleihen		1,20%

Unter Berücksichtigung der Verbraucherpreisentwicklung des vergangenen Dreijahreszeitraums ergibt sich eine jährliche Erhöhung der Verbraucherpreise um rund 1,57 %. Schätzungen von Bankanalysten für die Veränderung der Konsumentenpreise in den Jahren 2019 bis 2021 bewegen sich für Deutschland laut einer Übersicht des Finanzdienstleisters Bloomberg in einem Bereich von 1,50 % bis 1,60 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet für die Jahre 2019 bis 2021 einen Anstieg der Verbraucherpreise auf Werte von unter 2 % p.a., für die Folgejahre ab 2022 liegen die

Erwartungen auf einem etwas höheren Niveau. Aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen lassen sich zukünftige Inflationserwartungen von unter 1,2 % ableiten.

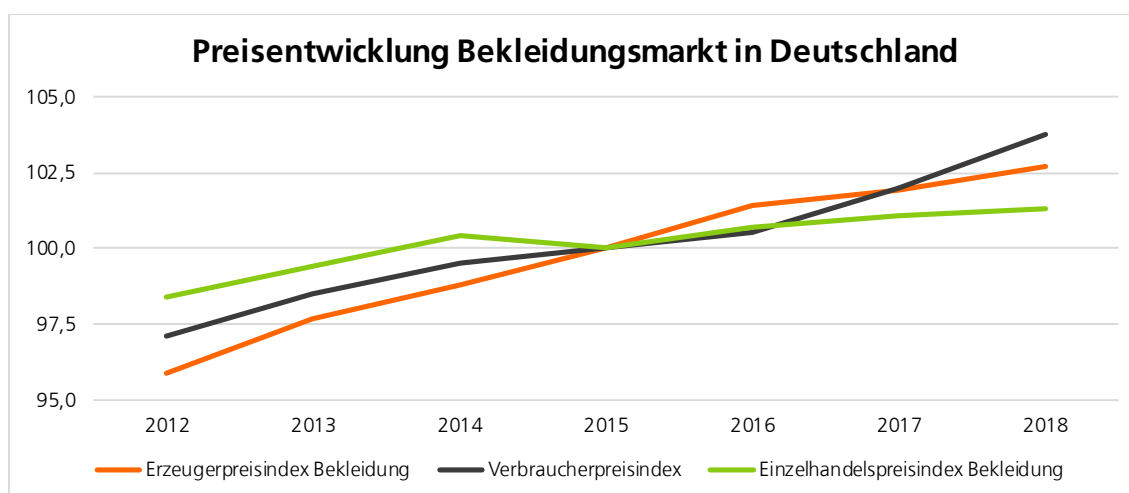
Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) bestätigt. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die zutreffende herrschende Meinung wider (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 267; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C Tz. 127; ablehnend zu anderen Studien: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 114 (juris); OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 279 f. (juris)). Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher ist (vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (vgl. OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS), OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06, AG 2008, S. 510, 515).

Als ersten Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich hiernach bei einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Verbraucherpreisindex von rund 1,57 % im Dreijahreszeitraum Mai 2016 bis Mai 2019 sowie den anderen Schätzungen und einem darauf bezogenen Gewinnwachstum von 45 % bis 50 % eine Wachstumsrate von 0,7 % bis 0,8 %.

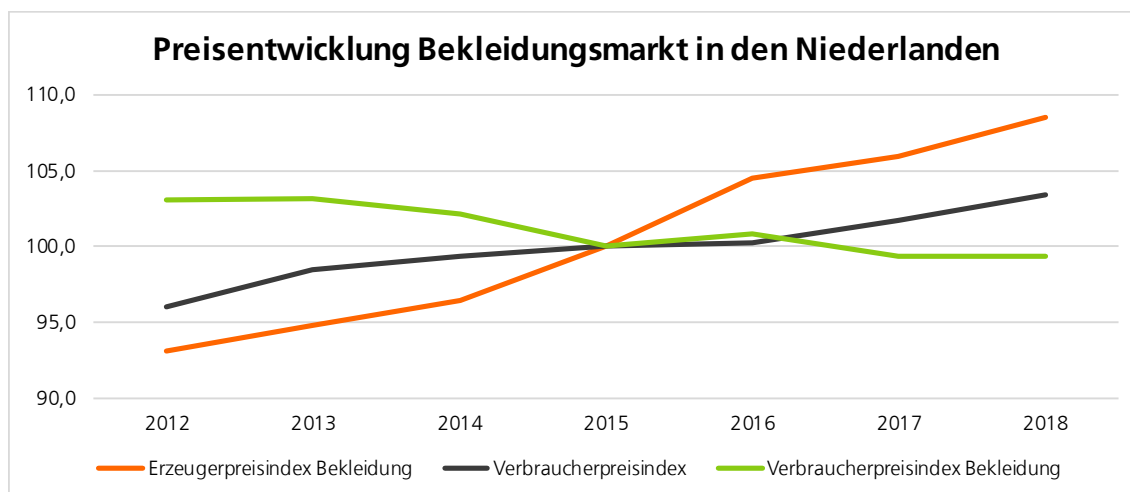
Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung des Bekleidungsmarkts auch die Wettbewerbsposition der Weber & Ott-Gruppe innerhalb dieser Branche zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris)). Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Weber & Ott-Gruppe in der Bekleidungsbranche auf einem Markt mit starkem Preisdruck tätig ist. Dadurch wird das zukünftige Marktwachstum voraussichtlich ganz überwiegend mengengetrieben sein.

Den vom Bewertungsgutachter KPMG angesetzten Wachstumsabschlag von 0,5 % haben wir im Rahmen unserer Prüfungshandlungen exemplarisch für die Hauptabsatzmärkte Deutschland und Niederlande wie folgt plausibilisiert.

Die Erzeugerpreise für Bekleidung in Deutschland haben sich in den Jahren 2012 bis 2018 um durchschnittlich 1,1 % p.a. erhöht und liegen daher eher unter der allgemeinen Preissteigerung. Dieser Index misst die Entwicklung von Verkaufspreisen, die Unternehmen gegenüber anderen Unternehmen fakturieren. Demgegenüber haben sich die Abverkaufspreise im Einzelhandel im selben Zeitraum lediglich um 0,5% p.a. erhöht. Im Jahr 2015 war das Preisniveau für Bekleidungsartikel sogar leicht rückläufig.



Vor diesem Hintergrund einer langjährigen Entwicklung der Einzelhandelsverkaufspreise im Bekleidungssektor in Deutschland ist zu erwarten, dass diese auch künftig hinter den dargestellten beschaffungsseitigen Preissteigerungen für Unternehmen zurückbleiben werden. Diese Beobachtung ist vor dem Hintergrund des aggressiven Preiswettbewerbs sowohl im stationären Handel als auch im Katalog- und Onlineversandgeschäft als plausibel einzuschätzen.



Eine Analyse der Entwicklung des Verbraucherpreisindex für Bekleidung in den Niederlanden zeigt seit dem Jahr 2013 – abgesehen von einer leichten Preissteigerung im Jahr 2016 – eine durchweg rückläufige Entwicklung. Im Zeitraum von 2012 bis 2018 sind die Preise für Bekleidung im Schnitt um 0,6 % p.a. zurückgegangen. Demgegenüber hat sich der allgemeine Verbraucherpreisindex im selben Zeitraum um 1,2 % p.a. erhöht. Insoweit hat sich die Preisentwicklung für Bekleidung in den Niederlanden in der Vergangenheit im Vergleich mit anderen Konsumgütern gegenläufig entwickelt. Demgegenüber ist der Erzeugerpreisindex für Bekleidung im betrachteten Vergangenheitszeitraum im Schnitt um 2,6 % p.a. gestiegen. Diese Entwicklung legt den Schluss nahe, dass auch im für die Weber & Ott-Gruppe zweitwichtigsten Absatzmarkt beschaffungsseitige Kostensteigerungen in der Vergangenheit nur unzureichend auf die Verbraucher überwältzt werden konnten.

Diese Überlegungen wurden im Detailplanungszeitraum bereits dahingehend zutreffend verarbeitet, als dass das in der Planungsrechnung enthaltene Umsatzwachstum rein mengengetrieben ist. Dies vorausgeschickt und unter Berücksichtigung der oben dargestellten Preisentwicklungen ist es nach unserer Auffassung nachvollziehbar, dass es der Weber & Ott-Gruppe langfristig lediglich in sehr eingeschränktem Umfang gelingen wird, inflationsbedingte Kostensteigerungen an ihre Kunden im Einzelhandel weiterzugeben. Wir halten daher den vom Bewertungsgutachter KPMG angesetzten Wachstumsabschlag von **0,5 %** für angemessen.

d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt.

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris)) ausführt.

4. Ertragswertberechnung

Sofern eine konkrete Ausschüttungsplanung vorliegt wird das Ausschüttungsvolumen im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37), können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine **fiktive unmittelbare Zurechnung** der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**.

Aufbauend auf der im Bewertungsgutachten erläuterten Planungsrechnung wurde der Ertragswert wie folgt abgeleitet:

a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung

Die Planung der Gesellschaft geht entsprechend der bisherigen Handhabung von einer Ausschüttung von EUR 0,20 je Aktie aus. Da rechtliche Restriktionen einer solchen Dividendenpolitik nicht entgegenstehen, ist gegen eine Übernahme dieser Ausschüttungsplanung nichts einzuwenden. Diese Auffassung wird auch vom OLG Frankfurt geteilt, das es ablehnt, eine unternehmerische Einzelentscheidung wie die Ausschüttungspolitik der Geschäftsführung dahingehend zu überprüfen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09; ZIP 2010, S. 279, 731).

Im Zeitraum der ewigen Rente sowie in dem Übergangsjahr 2022 liegt die vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % in der Mitte der Bandbreite des marktdurch-

schnittlichen Ausschüttungsverhaltens (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 733, die auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % verweisen). Darin wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (vgl. Gorny/Rosenbaum, WPg 2004, S. 861, 863; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13, Tz. 47 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 37 (juris); OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 57 (juris); OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 62 (juris)). Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Bilanzwachstum als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Insgesamt sind die vom Bewertungsgutachter KPMG angesetzten Ausschüttungsbeträge bzw. -quoten plausibel begründet und nachvollziehbar abgeleitet.

Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist um die **Abgeltungsteuer** von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern.

b) Veräußerungsgewinnbesteuerung

Seit dem Jahr 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch der Alternativanlage ab (vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375; Ruthardt, CFB 2013, S. 462, 465). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris)).

Eine Besteuerung sämtlicher realisierter Veräußerungsgewinne ist zwar erst für Unternehmensanteile vorgesehen, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben werden, gleichwohl dürfte sich die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen in dem Preisbildungsprozess am Kapitalmarkt zumindest bereits seit dem 1. Januar 2009 niederschlagen, da seither der vorübergehend noch steuerfreien Realisierung von Kursgewinnen durch Veräußerung von „Altbeständen“ von vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ein Erwerb durch Anteilseigner gegenübersteht, welche die Veräußerungsgewinnbesteuerung ihrerseits preismindernd berücksichtigen werden (vgl. OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, Tz. 74 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 30 (juris)). Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Abfindung nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses, sondern um die – vorgelagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unterstellter unendlicher Lebensdauer des Unternehmens als solche geht.

Thesaurierte Beträge, die modelltechnisch den Anteilseignern über einen **Wertbeitrag aus Thesaurierung** direkt zugerechnet werden, unterliegen dem effektiven (Veräußerungsgewinn-)Steuersatz unter dem nominalen Abgeltungsteuersatz. Nach der Diskussion im Berufsstand ist davon auszugehen, dass eine typisierende Annahme einer **effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung** in Höhe von **12,5 %** zuzüglich Solidaritätszuschlag (13,1875 %) sachgerecht ist (vgl. Ruthardt/Hachmeister, WPg 2016, S. 687, 692; Zeidler/Schöniger/Tschöpel, FB 2008, S. 281; Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 736; OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, Tz. 74 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris); OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 16 (juris); OLG Stuttgart, 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, Tz. 116 (juris); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; Tz. 186 (juris); OLG München, 7. Februar 2013, 31 Wx 122/12, Beschlusstext S. 10). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Des Weiteren sind sog. **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200). Der Hintergrund sei kurz erläutert: Ausgangspunkt ist die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne. Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die Überlegung i. d. R. auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollausskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-)Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. SolZ (vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.) Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch, § 15 Fn. 4). Im Rahmen des Tax-CAPM wird die Marktrisikoprämie aus Aktienrenditen abgeleitet. Diese wiederum werden aus der langfristigen nominalen, d. h. inflationsbeeinflussten Steigerung von Aktienindices abgeleitet. Die jährliche Veränderung des Indexstandes setzt sich zusammen aus Dividenden- und Kursrenditen der einbezogenen Aktien. Bei der Überleitung der Vor-ESt-Aktienrendite in eine Nach-ESt-Aktienrendite (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 396) wird der auf die Dividendenrendite entfallende Teil der nominalen Abgeltungsteuer unterworfen. Der Differenzbetrag zwischen Aktienrendite und Dividendenrendite entspricht der Kursrendite. Am Markt historisch beobachtbare bzw. erwartete Aktienkursentwicklungen, mithin Kursrenditen, stellen nominale Größen dar. Insofern sind inflationsbedingte Kurssteigerungen in diese Größe „eingepreist“ (vgl. zur Analyse inflationsbereinigter Realrenditen Castedello et al., WPg 2018, 806, 812 ff.). Wird nun im Rahmen des Tax-CAPM bei der Ermittlung der Nach-ESt-Marktrisikoprämie die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz

vermindert, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-)⁶ Kursgewinne erfasst. Um die Steuer- bzw. Verfügbarkeitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicherzustellen, ist dann die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen auch bei der Ertragswertermittlung zu erfassen. Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u.E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt bzw. nicht beanstandet (vgl. OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15; OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16; LG Bremen, 7. Februar 2019, 11 O 231/15; LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15; LG Düsseldorf, 15. Januar 2018, 31 O 5/13; LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 79/14; LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15; LG München I, 28. April 2017, 5 HKO 26513/11; LG München I, 25. April 2016, 5 HK 20672/14; LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HKO 166/12; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12).

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die These, wonach die Besteuerung des nachhaltigen, inflationsbedingten Wachstums nicht der vorherrschenden Praxis in der Unternehmensbewertung entspreche, unter Bezugnahme auf Tz. 453 der WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, unzutreffend ist und die dortigen Ausführungen verkürzt und verzerrend darstellt. Vollständig lautet das Zitat:

„zum anderen stellen auch rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen im Kalkül der ewigen Rente basierend auf einer fiktiven Vollausschüttung künftige Veräußerungsgewinne dar, die grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen. Dies hat Auswirkungen auf die bisherige in der Praxis dominierende Vorgehensweise, bei der der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern um einen – nicht um Steuereinflüsse gekürzten – Wachstumsabschlag w gekürzt wird und eine Steuerlast auf die inflationsbedingten Veräußerungsgewinne regelmäßig nicht berücksichtigt wird.“ (Unterstreichung d.V.).

(WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453; wortgleich: WP-Handbuch 2014, Bd. II, Teil A. Tz. 398).

Nach jüngerer Auffassung des LG München I sei bei der Ertragswertermittlung die Besteuerung inflationsbedingter Kursgewinne indes nicht zu berücksichtigen (vgl. 17. April 2019, 5 HK O 14963/17, Beschlusstext S. 43; 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 84). Wenn und soweit hierbei als Ursache die vergangenheitsbezogene Ableitung des Risikozuschlags genannt wird, so steht zu vermuten, dass dieser Verweis auf die Untersuchung von Stehle aus dem Jahr 2004 zurückgeht. Diese Stehle-Studie kannte naturgemäß die derzeitige Steuerrechtslage ab dem Jahr 2009 mit

⁶ Dabei wird von „Schein“ gesprochen, da sich der Unternehmenswert aus realer (kaufkraftbereinigter) Perspektive nicht verändert, der nominale Betrag allerdings der Inflation unterliegt.

der Steuerpflicht von Kursgewinnen nicht. Sie liegt auch der heutigen Ableitung der Bandbreitenempfehlung des FAUB nicht mehr zu Grunde. Da die Überleitung von der Aktienrendite vor und nach Steuern gemäß dem Tax-CAPM erfolgt, kommt es nicht einmal auf die konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie (vergangenheits- oder zukunftsbezogen) an, da jede in das Tax-CAPM eingesetzte Aktienrendite vollständig der Besteuerung unterliegt (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149, 154).

Ferner stehe nach Auffassung des LG München I das Äquivalenzprinzip dem Abzug der inflationsbedingten Besteuerung entgegen.

Beim alternativ zum Abzug der Steuer auf inflationsbedingte Wertsteigerungen im „Zähler“ (Kapitalisierungsgröße) rechentechnisch auch möglichen Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im „Nenner“ (Kapitalkosten) zeigt sich, dass nur in diesem Fall die steuerliche Äquivalenz gewahrt wird. Wir verweisen hierzu auf das nachstehende Beispiel (alle Parameter sind nur exemplarisch zu verstehen):

In der **Variante 1** wird neben der Dividendenbesteuerung (TEUR 13,19) und der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung (TEUR 6,59) auch die inflationsbedingte Wertsteigerung mit TEUR 1,91 von der Kapitalisierungsgröße in Abzug gebracht. Dieser Betrag ergibt sich durch Anwendung des effektiven Steuersatzes auf das Produkt der Wachstumsrate mit dem Barwert des Eigenkapitals bezogen auf den Beginn der ewigen Rente. Die Abzinsung erfolgt unter Verwendung des nominellen Wachstumsabschlags von beispielsweise 1,0 %. Der Barwert der nachhaltigen Nettoeinnahmen von TEUR 78,31 beläuft sich auf TEUR 1.444,81.

Im Unterschied hierzu kommt es bei der **Variante 2** zu keiner Minderung der Zählergröße um die Steuer auf inflationsbedingte Wertsteigerungen. Ceteris paribus sind daher die Nettoeinnahmen mit TEUR 80,22 höher. Beim Kapitalisierungszinssatz kommt ein steueradjustierter Wachstumsabschlag ($1,0 \% * (1 - 0,131875) = 0,87 \%$) zum Ansatz. Hierdurch erhöht sich der Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag auf 5,55 %. Der Barwert der nachhaltigen Nettoeinnahmen (TEUR 80,22) beläuft sich wiederum auf TEUR 1.444,81.

	Variante 1 TEUR	Variante 2 TEUR	Kombination TEUR
Jahresergebnis nach Thesaurierung (1)	100,00	100,00	100,00
Wertbeitrag aus Ausschüttung	50,00	50,00	50,00
Dividendenbesteuerung (2)	26,3750% -13,19	-13,19	-13,19
Wertbeitrag aus Thesaurierung	50,00	50,00	50,00
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3a)	13,1875% -6,59	-6,59	-6,59
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3b)	13,1875% -1,91		-1,91
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	78,31	80,22	78,31
Kapitalkosten vor Wachstumsabschlag	6,42%	6,42%	6,42%
Wachstumsabschlag	1,00%	0,87%	0,87%
Kapitalkosten nach Wachstumsabschlag	5,42%	5,55%	5,55%
Barwertfaktor	18,449	18,011	18,011
Barwerte	1.444,81	1.444,81	1.410,5

Quelle: eigenes Beispiel

Der Ansatz der Besteuerung von inflationsbedingten Veräußerungsgewinnen sowohl im „Zähler“ (Kapitalisierungsgröße) als auch im „Nenner“ (Kapitalkosten) - auf den das LG München I möglicherweise abstellt - kommt in dem **kombinierten Ansatz** zum Ausdruck. Hierbei wird die verminderte Zählergröße von TEUR 78,31 mit dem durch den steueradjustierten Wachstumsabschlag ebenfalls verminderten Kapitalisierungszinssatz von 5,55 % abgezinst. Der Barwert der nachhaltigen Nettoeinnahmen würde hierdurch auf TEUR 1.410,5 sinken. Festzuhalten bleibt, dass - entsprechend der Kombinationsmethode - aus Äquivalenzgründen ein Abzug der Steuer auf inflationsbedingte Wertsteigerungen sowohl bei der Kapitalisierungsgröße („Zähler“) als auch ein gleichzeitiger Abzug vom Wachstumsabschlag („Nenner“) nicht sachgerecht ist und zu unzutreffenden Ergebnissen führen würde. Vielmehr gebietet die Steueräquivalenz den Abzug der inflationsbedingte Besteuerung bei der Kapitalisierungsgröße („Zähler“), da die inflationsbedingten Kursgewinne im Rahmen des Tax-CAPM bereits vollständig der Einkommensteuer unterworfen sind und somit im „Nenner“ sachgerecht berücksichtigt sind.

Der Bewertungsgutachter KPMG hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung sachgerecht berücksichtigt.

c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist der Bewertungsgutachter davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen zum Jahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen

Bewertungsstichtag (31. Dezember 2018) abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Diese Vorgehensweise deckt sich mit der Rechtsprechung des OLG Stuttgart, das auch hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung darauf verweist, dass die Unternehmensbewertung nicht alleine auf tatsächliche Zahlungszuflüsse abstellt (vgl. OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06, AG 2008, S. 510, 515). Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung in der ewigen Rente erfolgte gleichermaßen.

Der prognostizierte Ausschüttungsbetrag für das erste Planjahr ist folglich auf den Beginn des Geschäftsjahres 2019 abzuzinsen. Entsprechend wird mit den weiteren Planergebnissen verfahren, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, also den Beginn des ersten Planjahres 2019, darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag (vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 631).

Die Phasenmethode wurde nach unserer Überzeugung sachgerecht angewendet. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

IV. Sonderwerte

Grundstücke und Gebäude

Die Weber & Ott AG verfügt über nicht betriebsnotwendige Grundstücke und Gebäude am Standort Forchheim, die nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden.

Der Bewertungsgutachter KPMG hat für die nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude einen Sonderwert in Höhe der gem. § 17 ImmoWertV ermittelten Ertragswerte der Gebäude sowie der gem. § 16 ImmoWertV ermittelten Bodenwerte angesetzt. Dabei wurden bestehende Altlasten berücksichtigt. Der Sonderwert entspricht der Summe der Barwerte aller bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung jährlich marktüblich erzielbaren Gebäudereinerträge zuzüglich dem Wert des Grund und Bodens nach dem Vergleichswertverfahren.

Die Wertermittlung anhand von Bodenrichtwerten (vgl. OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 197 (juris); OLG Düsseldorf, 8. Juli 2003, 19 W 6/00, Tz. 77 (juris), LG München I, 6. November 2013, 5 HK O 2665/12, S. 22 (BeckRS); LG Nürnberg-Fürth, 28. März 2013, 1 HK 9302/10, S. 24 (BeckRS)) bzw. mietbezogenem Ertragswert (vgl. Großfeld/Egger/Tönes, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, Tz. 1193) ist sachgerecht. Die Ermittlung des Ertragswerts der Gebäude nach der ImmoWertV entspricht einem anerkannten Verfahren (vgl. IDW S 10 i.d.F. 2013, Tz.

29). Feuerversicherungswerte sind hingegen für die Wertableitung irrelevant (vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 231; LG München I, 10. Dezember 2010, 5 HKO 11403/09, Beschlusstext S. 41; Hachmeister/Ruthardt, BB 2014, S. 875, 878).

Wir haben die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise nachvollzogen und halten diese für angemessen. Von dem entstehenden Buchgewinn hat KPMG sachgerecht Unternehmensteuern abgezogen. Die aufgrund der unterstellten Veräußerung der nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude ceteris paribus höheren Einkünfte wurden um die typisierte Einkommensteuer vermindert (vgl. OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 139 (BeckRS); OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 79 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Dezember 2013, 21 W 36/12, Tz. 117 (juris); OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 197 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2011, 21 W 8/11, Tz. 94 (juris); OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 309 f. (juris)).

Vor Ergebnisabführungsvertrag entstandene Verlustvorträge

Die Weber & Ott AG bildet mit ihren Tochtergesellschaften (mit Ausnahme der Retail) einen körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Organkreis. Die Rosner GmbH verfügt gemäß Steuerbescheiden 2017 über vororganschaftliche gewerbesteuerliche und körperschaftssteuerliche Verlustvorträge, die nach Ausscheiden der Rosner GmbH aus dem Organkreis genutzt werden können. Der Bewertungsgutachter KPMG berücksichtigt den Wertbeitrag als Sonderwert in Höhe der steuerlichen Entlastung der zukünftig nutzbaren Verlustvorträge.

Wenn und soweit keine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert erfolgt, kann der Vorteil aus einer temporären Verminderung des laufenden Steueraufwands als Sonderwert berücksichtigt werden (vgl. OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 137 (BeckRS); OLG München, 9. Juni 2015, 31 Wx 246/14, Beschlusstext S. 13). Der Wertansatz für den steuerlichen Verlustvortrag ist ebenfalls um die typisierte Einkommensteuer zu vermindern.

Wir haben die Ermittlung der steuerlichen Entlastung nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

Deckungslücke aus mittelbaren Pensionsverpflichtungen

Bei der Weber & Ott AG bestehen mittelbare und unmittelbare Rentenzusagen. Zwischen den Verpflichtungen aufgrund mittelbarer Pensionszusagen und dem Zeitwert des Vermögens der Unterstützungskassen besteht eine Deckungslücke, die derzeit nicht geschlossen wird. Der Bewertungsgutachter KPMG berücksichtigt einen negativen Sonderwert für die Deckungslücke. Bei der Ermittlung

der Deckungslücke wurde die Anpassung des Wertes der bestehenden Pensionsrückstellungen auf das aktuelle Zinsniveau berücksichtigt.

Aufgrund des Wahlrechts nach Art. 28 Abs. 1 Satz 2 EGHGB muss der Bilanzierende für mittelbare Altersversorgungszusagen auch dann keine Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten bilden, wenn das bei der Versorgungseinrichtung vorhandene Vermögen zur Deckung der Versorgungsverpflichtungen nicht ausreicht. In diesem Fall ist der Fehlbetrag nach Art. 28 Abs. 2 bzw. Art. 48 Abs. 6 EGHGB im Anhang anzugeben, um das Haftungsrisiko des Bilanzierenden aus den mittelbaren Versorgungszusagen ersichtlich zu machen (vgl. IDW RS HFA 30, Tz. 37). Der Fehlbetrag ergibt sich aus der Differenz zwischen dem notwendigen Erfüllungsbetrag der Altersversorgungsverpflichtungen beim Bilanzierenden und dem beizulegenden Zeitwert des Vermögens der Versorgungseinrichtung (vgl. Grottel/Johannleweling, Beck'scher Bilanzkommentar, 11. Aufl. 2018, HGB, § 249, Tz. 206; IDW RS HFA 30, Tz. 78).

Wir haben die Wertermittlung nachvollzogen. Der Sonderwert ist zutreffend abgeleitet. Die sich aus der Deckungslücke ergebende künftige steuerliche Entlastung auf Unternehmensebene wurde vom Bewertungsgutachter in Abzug gebracht (vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 29 (juris); LG Koblenz, 8. Juni 2017, 4 HK O 97/15, Beschlusstext S. 44). Zusätzlich wurde der Einkommensteuerersparnisereffekt berücksichtigt, der sich aus der Zurechnung des negativen Sonderwertes ergibt.

Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Nach Auskunft des Vorstands der Weber & Ott AG verfügt die Gesellschaft – mit Ausnahme des Vorgenannten – über kein sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von sonstigem nicht betriebsnotwendigem Vermögen vor.

V. Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten ergibt sich insgesamt für die Weber & Ott AG zum Bewertungsstichtag 28. August 2019 ein aus dem Ertragswert und unter zusätzlicher Berücksichtigung der Sonderwerte abgeleiteter Unternehmenswert von rund TEUR 34.877. Dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie in Höhe von EUR 8,95.

Wir haben die Berechnung des Werts je Aktie nachvollzogen. Er ist zutreffend abgeleitet.

VI. Börsenkurs

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Weber & Ott AG als Wert für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung anhand verschiedener Kriterien untersucht.

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. Der BGH hat mit diesem Beschluss seine bisherige Rechtsprechung teilweise aufgegeben und sich der überwiegenden Auffassung im Schrifttum (vgl. für alle: Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 335 f.) und der Bewertungspraxis angeschlossen.

Mit Wirkung zum 1. Juli 2016 - und damit über drei Jahre vor dem Stichtag der beschlussfassenden Hauptversammlung – erfolgte ein Widerruf der Zulassung der Aktien der Weber & Ott AG zum Börsenhandel.

Aktien der Weber & Ott AG können aktuell lediglich im außerbörslichen Wertpapierhandel bei der Valora Effekten Handel AG, Ettlingen, gehandelt werden. Da die Valora Effekten Handel AG, Ettlingen, keine Börse im Sinne des § 2 BörsG darstellt, sind diese Kurs keine Börsenkurse.

Deshalb kann kein Kurs der Weber & Ott AG-Aktie für die Bemessung der angemessenen Barabfindung herangezogen werden.

VII. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer

Erfolgs- oder Bestandsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143).

Wir haben die von KPMG angestrebte vergleichsorientierte Bewertung auf der Grundlage von Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg nachvollzogen.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegt. Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass der vom KPMG ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist (krit. zur Aussagekraft von Multiplikatorwerten allgemein: OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 juris (insoweit nicht abgedruckt in AG 2011, S. 828 ff.); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, AG 2010, S. 798, 802 bzw. zur Irrelevanz bei der Überprüfung des Ertragswerts: OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 6).

VIII.Sensitivitäten

Die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Sensitivitätsanalysen betrachten ausschließlich die Veränderung des Unternehmenswerts bei einer Veränderung jeweils des Basiszinssatzes sowie der Marktrisikoprämie. Wir haben diese Berechnungen nachvollzogen und halten die ermittelten Ergebnisse für rechnerisch zutreffend abgeleitet. Insbesondere ergibt sich auch nach unseren Berechnungen bei unveränderter Übernahme der weiteren Parameter bei einem Basiszinssatz von 0,5 % ein Ertragswert von EUR 9,13 je Aktie, bei einem Basiszinssatz von 0,4 % von EUR 9,31 und bei einem Basiszinssatz von 0,3 % von EUR 9,50. Darüber hinaus haben wir zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf den Wert je Aktie eigene Sensitivitätsanalysen durchgeführt. Als Parameter haben wir hierzu die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes – Basiszinssatz, Marktrisikoprämie sowie Betafaktor – ausgewählt, da diese Bewertungsparameter den Wert in besonderem Maße beeinflussen.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehende Sensitivitätsüberlegung und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken der abzufindenden

Minderheitsaktionäre und des uns bestellenden Landgerichts dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine angemessene Barabfindung darstellen und somit in Widerspruch zu unserem Prüfungsurteil stehen.

Basiszinssatz/Wachstumsabschlag-Matrix

Den Basiszinssatz vor Steuern haben wir in einer Bandbreite von 0,30 % bis 0,70 % variiert. Den Wachstumsabschlag haben wir in einer Bandbreite von 0,00 % bis 1,00 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Basiszinssatz				
		0,30%	0,40%	0,50%	0,60%	0,70%
Wachstumsabschlag	0,00%	9,06	8,89	8,73	8,57	8,41
	0,25%	9,27	9,09	8,92	8,75	8,59
	0,50%	9,50	9,31	9,13	8,95	8,78
	0,75%	9,76	9,55	9,36	9,17	8,99
	1,00%	10,04	9,82	9,61	9,41	9,21
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes (Wachstumsabschlag = 0,50%)		6,1%	4,0%	2,0%	0,0%	-1,9%

Bezogen auf den angesetzten Wachstumsabschlag von 0,50 % führt beispielsweise eine Verminderung des Basiszinssatzes auf 0,30 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 6,1 %.

Basiszinssatz/Marktrisikoprämien-Matrix

Die Marktrisikoprämie nach Steuern haben wir in einer Bandbreite von 5,00 % bis 6,00 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Marktrisikoprämie				
		5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%
Basiszinssatz	0,30%	10,73	10,09	9,50	8,97	8,48
	0,40%	10,50	9,88	9,31	8,80	8,33
	0,50%	10,28	9,68	9,13	8,63	8,17
	0,60%	10,06	9,48	8,95	8,47	8,02
	0,70%	9,85	9,29	8,78	8,31	7,88
	0,80%	9,65	9,11	8,61	8,15	7,73
	0,90%	9,46	8,93	8,45	8,00	7,60
	Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie (Basiszins = 0,60%)		12,4%	6,0%	0,0%	-5,3%

Bezogen auf den angesetzten Basiszinssatz von 0,60 % führt beispielsweise eine Verminderung der Marktrisikoprämie auf 5,25 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 6,0 %. Eine Erhöhung der Marktrisikoprämie auf 6,00 % führt zu einer Verminderung des Werts je Aktie um 10,4 %.

Betafaktor/Marktrisikoprämien-Matrix

Den Betafaktor haben wir in einer Bandbreite von 0,75 bis 0,95 variiert. Die nachstehende Tabelle zeigt den jeweiligen Wert je Aktie.

Wert je Aktie in EUR		Betafaktor				
		0,75	0,80	0,85	0,90	0,95
Marktrisikoprämie	5,00%	11,69	10,83	10,06	9,38	8,77
	5,25%	11,03	10,21	9,48	8,83	8,25
	5,50%	10,43	9,65	8,95	8,33	7,78
	5,75%	9,88	9,13	8,47	7,87	7,34
	6,00%	9,38	8,66	8,02	7,45	6,94
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Betafaktors (Marktrisikoprämie = 5,50%)		16,6%	7,8%	0,0%	-6,9%	-13,0%

Bezogen auf die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,50 % führt beispielsweise eine Erhöhung des Betafaktors auf 0,90 zu einer rechnerischen Verminderung des Werts je Aktie um rund 6,9 %. Eine Verringerung des Betafaktors auf 0,75 führt zu einer Erhöhung des Werts je Aktie um rund 16,6 %.

IX. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit dem Vorstand, der durch den Hauptaktionär beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die diesen bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Weber & Ott AG keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten sind.

F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der als Anlage 5 zum Übertragungsbericht beigefügten gutachtlichen Stellungnahme von KPMG ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert in Höhe von rund TEUR 34.877 wurde vom Bewertungsgutachter ein Wert je Aktie in Höhe von EUR 8,95 abgeleitet.

Der Börsenkurs war als Mindestbemessungsgrundlage für die Barabfindung nicht relevant.

Der Hauptaktionär der Weber & Ott AG hat die Höhe der Barabfindung auf

EUR 8,95

je Aktie festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

**G. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit
der festgelegten Barabfindung**

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die im Rahmen des Squeeze-outs den ausscheidenden Aktionären der Weber & Ott Aktiengesellschaft, Forchheim, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 8,95 je nennwertlose Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 28. Juni 2019



Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

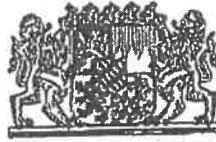

Dr. Matthias Popp
Wirtschaftsprüfer


Alexander Sobanski
Wirtschaftsprüfer

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 5 HK O 2623/19



In dem Rechtsstreit

RSL Investment GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Gleiss Lutz**, Lautenschlagerstraße 21, 70173 Stuttgart

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 5. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Walther am 17.05.2019 folgenden

Beschluss

- I. Als Prüferin für die Prüfung der Angemessenheit der im Rahmen der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Weber & Ott Aktiengesellschaft mit Sitz in Forchheim auf die Hauptaktionärin RSL Investment GmbH festzusetzende Barabfindung wird die

Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft,

Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart,

ausgewählt und bestellt.

5 HK O 2823/19

- Seite 2 -

II. Die Antragstellerin trägt die Kosten des Verfahrens.

III. Der Geschäftswert wird auf 20.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

- 1) Mit Antrag der Hauptaktionärin vom 02.05.2019 wird die Bestellung eines Prüfers für die Angemessenheit der gemäß §§ 327a ff AktG anzubietenden Barabfindung begehrt.
- 2) Das Landgericht Nürnberg-Fürth für Handelssachen örtlich, sachlich und funktionell zuständig, §§ 327c Abs.2 S.3 i.V.m. 293c Abs. 1 S.3 AktG, § 30 GZVJu. Es entscheidet der Vorsitzende allein.
- 3) Bei der Auswahl des Prüfers wurde einem Vorschlag der Antragstellerin gefolgt. Der Antrag auf gerichtliche Bestellung ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden. Es ist insbesondere möglich, einen Prüfer zur Bestellung vorzuschlagen. Dies schon deshalb, weil der vom Gericht bestellte Prüfer zur gewissenhaften und unparteilichen Prüfung verpflichtet ist und zwar insbesondere auch im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären, §§ 327c Abs.2 S.4 i.V.m. 293d Abs.2 S.2 AktG, 323 Abs. 1 S. 1 HGB. Zudem wurde versichert, dass gesetzliche Hinderungsgründe i.S.d. §§ 327c Abs.2, 293d Abs. 1 und 2 AktG, 319, 320, 323 HGB nicht vorliegen. Die vorgeschlagene Gesellschaft erfüllt gemäß §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB die Voraussetzungen für eine Bestellung.
- 4) Die Kostenentscheidung ergibt sich aus §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 2 AktG, 10 Abs. 3 UmwG i. V. m. § 80, 81 FamFG.
- 5) Der Geschäftswert ist gem. § 79 Abs. 1 GNotKG festzusetzen. Eine Festsetzung auf 20.000,00 € erscheint angemessen..

5 HK O 2623/19

- Seite 3 -

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung, mit der der Streitwert festgesetzt worden ist, kann Beschwerde eingelegt werden, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200 Euro übersteigt oder das Gericht die Beschwerde zugelassen hat.

Die Beschwerde ist binnen sechs Monaten bei dem

Landgericht Nürnberg-Fürth
Fürther Str. 110
90429 Nürnberg

einzu legen.

Die Frist beginnt mit Eintreten der Rechtskraft der Entscheidung in der Hauptsache oder der anderweitigen Erledigung des Verfahrens. Ist der Streitwert später als einen Monat vor Ablauf der sechsmonatigen Frist festgesetzt worden, kann die Beschwerde noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder formloser Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Fall der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist schriftlich einzulegen oder durch Erklärung zu Protokoll der Geschäftsstelle des genannten Gerichts. Sie kann auch vor der Geschäftsstelle jedes Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewährt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht. Eine anwaltliche Mitwirkung ist nicht vorgeschrieben.

Gegen die Entscheidung kann Beschwerde eingelegt werden, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200 Euro übersteigt oder das Gericht die Beschwerde zugelassen hat. Die Beschwerde ist nicht an eine Frist gebunden.

Die Beschwerde ist bei dem

Landgericht Nürnberg-Fürth
Fürther Str. 110
90429 Nürnberg

einzu legen.

Die Beschwerde ist schriftlich einzulegen oder durch Erklärung zu Protokoll der Geschäftsstelle des genannten Gerichts. Sie kann auch vor der Geschäftsstelle jedes Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden. Eine anwaltliche Mitwirkung ist nicht vorgeschrieben.

Gegen diesen Beschluss findet die Beschwerde statt. Sie kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Behörden und juristische Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse können sich auch durch eigene Beschäftigte oder Beschäftigte anderer Behörden oder juristischen Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse vertreten lassen.

Der Vertretung durch einen Rechtsanwalt bedarf es nicht in Unterhaltssachen für Beteiligte, die durch das Jugendamt als Beistand, Vormund oder Ergänzungspfleger vertreten sind oder wenn die Beschwerde durch einen Zeugen, Sachverständigen oder Dritten im Sinne der §§ 142, 144 ZPO erhoben wird. In diesen Fällen kann die Beschwerde außer durch Einreichung einer Beschwerdeschrift auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt werden. Die Beschwerde kann in diesen Fällen auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewährt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei einem der Gerichte, bei denen die Beschwerde einzulegen ist, eingeht.

5 HK O,2023/19

- Seite 4 -

Die Beschwerde muss in jedem Fall die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

gez:

Walther
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Nürnberg, 20.05.2019

Gleich, JOSekr'in
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

DokID:

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.