I ADVISE
INDEPENDENT ADVISORY SERVICES

Bericht

über die Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gemäß § 293b AktG zwischen der

Schaltbau Holding AG,
München,

und der

Voltage BidCo GmbH,
München

INHALTSVERZEICHNIS

A. Auftrag und Auftragsdurchführung 1
I. Auftrag 1
II. Auftragsdurchführung 2
B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung 7
C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags 9
1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften 9
2. Leitung 9
3. Gewinnabführung 9
4. Verlustübernahme 10
5. Ausgleich 11
6. Abfindung 12
7. Wirksamwerden, Dauer und Beendigung des Vertrags 13
8. Schlussbestimmung 14
D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags 15
I. Grundlagen und Bewertungsmethodik 15
1. Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich 15
2. Methoden der Unternehmenswertermittlung 16
3. Liquidationswert und Substanzwert 17
4. Vergleichsorientierte Bewertung 18
5. Vorerwerbe und Börsenkurse 18
II. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts 19
1. Vorgehensweise 19
2. Bewertungsobjekt 21
a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen 21
aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen und steuerliche Verhältnisse 21
aaa) Geschäftstätigkeit 24
aab) Markt- und Wettbewerbsumfeld 28
ab) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage 31
b) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells der Schaltbau-Gruppe 35
c) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts 36

3. Bewertungsstichtag 36
4. Bewertungsmethode 37
5. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen 39
a) Planungsprozess und Planungstreue 39
b) EBIT-Planung 42
ba) Umsatzerlöse und Gesamtleistung 42
bb) Materialaufwand und Rohertrag 46
bc) Personalaufwand 47
bd) Sonstige betriebliche Aufwendungen und Erträge 47
be) EBITDA/EBIT 47
c) Bewertungssystematische Anpassung des geplanten EBIT 48
d) Nachhaltiges operatives Ergebnis und Investitionsquote 49
e) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer 52
ea) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer 52
eb) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile 53
ec) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer 55
6. Kapitalisierungszinssatz 57
a) Basiszinssatz 58
b) Risikozuschlag 60
ba) Anwendung des Tax-CAPM 60
bb) Marktrisikoprämie 61
bc) Betafaktoren 63
c) Wachstumsabschlag 70
d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze 71
7. Sonderwerte 72
8. Unternehmenswert und Wert je Aktie 73
III. Plausibilisierung des Unternehmenswerts 74
1. Vergleichsorientierte Marktbewertung 74
2. Marktkapitalisierung 77
IV. Sensitivitätsanalysen 78
V. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich 79
a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG 79
b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG 81
E. Abschließende Erklärung 83

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme von Ebner Stolz zum Unternehmenswert zum 3. Februar 2022 der Schaltbau Holding AG, München
Bewertungsgutachter	Ebner Stolz
BewP	BewertungsPraktiker (Zeitschrift)
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Voltage BidCo sowie der Schaltbau Holding (finaler Entwurf vom 8. Dezember 2021)
BGH	Bundesgerichtshof
BoDo	BoDo Bode Dogrusan Otomotiv Yan San ve TIC A.S., Kestel/Bursa, Türkei
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DC	Gleichstrom (direct current)
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (Ergebnis vor Zinsen und Steuern/Betriebsergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart

€	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
f.	folgende
FC	Forecast (Hochrechnung)
ff.	fortfolgende
FN-IDW	Fachnachrichten des IDW
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss beim Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard 1 i.d.F. 2008
i.S.d.	im Sinne der/s
i.V.m.	in Verbindung mit
KSt/KStG	Körperschaftsteuer/Körperschaftsteuergesetz
LLC	Limited Liability Company (amerikanische Rechtsform, mit der GmbH vergleichbar)
Mio.	Million(en)
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
OEM	Original Equipment Manufacturer (Erstausrüster); in der Automobilindustrie als Synonym für Fahrzeughersteller verwendet
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
Rawag Sp. z.o.o.	Rawag Sp. z.o.o., Rawicz, Polen
rd.	rund
S.	Seite

Schaltbau-Gruppe	Schaltbau Holding AG gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen gemäß § 17 AktG sowie sämtlicher Beteiligungen
Schaltbau Holding	Schaltbau Holding AG, München
sog.	sogenannte
SolZ	Solidaritätszuschlag
SPII S.p.A.	SPII S.p.A., Saronno/Italien
S&P Global Market Intelligence	S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA
Tax-CAPM	Capital Asset Pricing Modell (um Steuern erweitert)
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
Voltage BidCo	Voltage BidCo GmbH, München
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpG	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XIAN	Xi'an Schaltbau Electric Corporation Ltd., Xi'an Shaanxi/China
z.B.	zum Beispiel

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage 1: Beschluss des Landgerichts München I vom 9. September 2021 zur Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen Vertragsprüfer gemäß § 293b Abs. 1 AktG

Anlage 2 BGAV zwischen der Voltage BidCo GmbH sowie der Schaltbau Holding AG (finaler Entwurf vom 8. Dezember 2021)

Anlage 3: Unternehmensbeschreibungen der Vergleichsunternehmen (Peer Group)

Anlage 4: Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017.

Hinweis:

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen auftreten.

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

I. Auftrag

1 Die Voltage BidCo GmbH, München,[1] als herrschendes Unternehmen und die

Schaltbau Holding AG, München,[2]

2 als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG[3] abzuschließen. Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Schaltbau Holding sowie entsprechend § 293 Abs. 2 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Voltage BidCo. Der Vertrag soll der Gesellschafterversammlung der Voltage BidCo am 17. Dezember 2021 und der außerordentlichen Hauptversammlung der Schaltbau Holding am 3. Februar 2022 zur Zustimmung vorgelegt werden.

3 Gemäß §§ 304, 305 AktG ist den außenstehenden Aktionären einer beherrschten Aktiengesellschaft nach ihrer Wahl eine angemessene Ausgleichszahlung oder eine angemessene Abfindung zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.[4] Prüfungsgegenstand unserer Prüfung sind demnach der Vertrag[5] und die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung.[6]

4 Auf gemeinsamen Antrag der Voltage BidCo und Schaltbau Holding hat das Landgericht München I – 5. Kammer für Handelssachen – mit Beschluss vom 9. September 2021 uns, die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen Vertragsprüfer für den beabsichtigten BGAV bestellt.[7] Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung.

---

1 Im Folgenden „Voltage BidCo“ oder „Mehrheitsaktionär“.
2 Im Folgenden „Schaltbau Holding“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“.
3 „BGAV“.
4 §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.
5 § 293b Abs. 1 AktG.
6 § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.
7 Vgl. Anlage 1.

5 Die Festlegung von Ausgleich und Abfindung erfolgte auf Grundlage der von den Vertragsparteien in Auftrag gegebenen Gutachtlichen Stellungnahme[8] der Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart,[9] über die Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaltbau Holding zum 3. Februar 2022. Das Bewertungsgutachten über die Schaltbau Holding mit Datum vom 6. Dezember 2021 hat Ebner Stolz in der Funktion als neutraler Bewertungsgutachter nach dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. i.d.F. 2008[10] erstattet. Die Vertragsparteien beabsichtigen, sich dieses Bewertungsgutachten bzw. die darin enthaltenen Ausführungen zu angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung inhaltlich in vollem Umfang zu Eigen zu machen und dem Gemeinsamen Vertragsbericht als Anlage 4 beizufügen.

II. Auftragsdurchführung

6 Wir haben unsere Prüfung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 27. September 2021 aufgenommen und mit Unterbrechungen bis zum 10. Dezember 2021 vornehmlich in unserem Büro in Düsseldorf durchgeführt.

7 Aufgrund der andauernden Covid-Pandemie haben wir persönliche Treffen lediglich mit den Verantwortlichen der Gesellschaft bei der Pintsch GmbH, Dinslaken, und bei der Schaltbau Holding, München, durchgeführt. In der Zeit vom 4. Oktober 2021 bis zum 10. Dezember 2021 haben wir darüber hinaus zahlreiche Gespräche via Video- oder Telefonkonferenz mit dem Vorstand der Schaltbau Holding sowie den Segmentverantwortlichen geführt. Die benannten Auskunftspersonen haben uns sowie den Vertretern des Bewertungsgutachters das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung auf Segmentebene dargelegt. Prüfungsbegleitend haben wir ferner Bewertungsannahmen mit Vertretern des Bewertungsgutachters in Video- und Telefonkonferenzen diskutiert. Darüber hinaus haben wir einmal wöchentlich an Telefonkonferenzen unter Beteiligung von Vertretern des Mehrheitsaktionärs teilgenommen.

---

8 Im Folgenden „Bewertungsgutachten".
9 Im Folgenden „Ebner Stolz" oder „Bewertungsgutachter".
10 Im Folgenden „IDW S 1".

8 Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung, die wir über den durch den Bewertungsgutachter eingerichteten Datenraum oder unmittelbar vom Bewertungsgutachter bzw. den Rechtsanwälten der Schaltbau Holding erhalten haben:

- Entwürfe des Vertragsberichts[11] sowie Entwürfe des BGAV[12]
- Satzung (Fassung vom 28. Mai 2021) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 8. September 2021) der Schaltbau Holding
- Öffentliches Übernahmeangebot der Voltage BidCo an die Aktionäre der Schaltbau Holding vom 7. August 2021
- Handelsregisterauszug (Abruf vom 24. August 2021) der Voltage BidCo
- Aufsichtsratsprotokolle der Schaltbau Holding für den Zeitraum 4. März 2020 bis 19. November 2021 zur Einsicht vor Ort sowie vereinzelt und für ausgewählte Anlagen in digitaler Form
- Präsentation zur Aufsichtsratssitzung vom 22. Februar 2021 zum Thema Strategieüberlegungen sowie zugrunde liegende Umsatz- und EBIT-Prognose auf Segmentebene für die Jahre 2024 bis 2026
- Vorstandsprotokolle des Vorstands der Schaltbau Holding für den Zeitraum 15. Januar 2020 bis 6. September 2021 sowie vom 18. und 26. Oktober 2021
- Gutachtliche Stellungnahme von Ebner Stolz über die Ermittlung des Unternehmenswerts zum 3. Februar 2022 der Schaltbau Holding, München, vom 6. Dezember 2021[13]
- Geschäftsberichte der Schaltbau Holding für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt a.M., über die Prüfung der Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte der Schaltbau Holding für die Geschäftsjahre 2018, 2019 sowie 2020 einschließlich

---

11 Letzter Stand vom 8. Dezember 2021.
12 Letzter Stand vom 8. Dezember 2021.
13 Dieses hat uns projektbegleitend vorab als Entwurf vorgelegen.

des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts

- Zwischenmitteilung der Schaltbau Holding zum 30. September 2021
- Nach IFRS aufgestellte[14] Planungsrechnung der Schaltbau-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024
- Niederschrift über die Beschlussfassung des Vorstands der Schaltbau Holding zum Budget 2022 sowie zur Mittelfristplanung 2022-2024 vom 29. November 2021
- Niederschrift über die Beschlussfassung des Aufsichtsrats der Schaltbau Holding über die Zustimmung zum Budget 2022 sowie zur Kenntnisnahme der Mittelfristplanung 2022-2024 vom 30. November 2021
- Forecast[15] der Schaltbau-Gruppe für das Geschäftsjahr 2021 per 30. September 2021 mit Stand Oktober 2021
- Auszüge aus den Arbeitspapieren von Ebner Stolz zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, zur Analyse der betrachteten Vergangenheit einschließlich einer Ergebnisbereinigung und einer Analyse der Planungstreue, zur Analyse der Planungsrechnung, zur Ableitung der zukünftigen Netto-Einnahmen und zur Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis sowie weitere, für die Bewertung relevante Daten, insbesondere die Herleitung der Barwertfaktoren, das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell als Wertekopie und eine vergleichende Marktbewertung
- Verschiedene Veröffentlichungen und Studien zum Markt und zur Branche.

9 Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA,[16] gelieferten Daten gestützt.

---

14 Verabschiedet vom Vorstand am 29. November 2021; genehmigt (Geschäftsjahr 2022) bzw. vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen (Geschäftsjahre 2023, 2024) am 30. November 2021.

15 Im Folgenden „FC“.

16 Im Folgenden „S&P Global Market Intelligence".

10 Sämtliche von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise wurden uns von den Vertretern der Schaltbau Holding und der Voltage BidCo sowie den benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der Schaltbau Holding hat uns gegenüber mit heutigem Datum eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind. Die Geschäftsführung der Voltage BidCo hat uns mit selbem Datum daneben zusätzlich schriftlich erklärt, dass ihr keine Tatsachen oder Umstände bekannt sind, wonach das Bewertungsgutachten und der Prüfungsbericht (finaler Entwurf) Aussagen zur Unternehmensplanung enthalten, die in wesentlicher Hinsicht unzutreffend wären. Sie erklärt, dass aus dem faktischen Abhängigkeitsverhältnis mit der Voltage BidCo kein positives Synergiepotential erkennbar sei. Zudem stellt sie klar, dass die Planungsrechnung der Schaltbau Holding durch deren Vorstand erstellt worden ist.

11 Bei unserer Prüfung haben wir den IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. beachtet. Darüber hinaus haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertungen, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt.

12 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Arbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.[17] Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet. Dementsprechend ist unsere Prüfung in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung.

13 Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei der Geschäftsführung der Voltage und dem Vorstand der Schaltbau Holding.

14 Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit von

---

17 Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2.543 ff.

Ausgleich und Abfindung. Die Einhaltung der jeweiligen rechtlichen Vorschriften im Rahmen der vorgelegten geprüften Abschlüsse ist jeweils vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden.

15 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der voraussichtlichen außerordentlichen Hauptversammlung der Schaltbau Holding am 3. Februar 2022 über den Abschluss des Vertrags wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaltbau Holding ergeben, sind diese bei der Bemessung von Ausgleich und Abfindung ergänzend zu berücksichtigen. Hierzu werden wir Stichtagserklärungen am Tag der Hauptversammlung einholen.

16 Dieser Bericht dient ausschließlich zur Information und als Entscheidungsgrundlage für die am Abschluss des BGAV beteiligten Parteien einschließlich ihrer Gesellschafter/Aktionäre sowie das uns bestellende Gericht. Dies umfasst auch die Bereitstellung des Berichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der Schaltbau Holding und in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.

17 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrundeliegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

18 Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 4 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln – ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gegenüber den Vertragsparteien und Anteilsinhabern gemäß § § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB – unsere Verantwortlichkeit auch gegenüber Dritten.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

19 Gegenstand und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus § 293b Abs. 1 und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt der Prüfung ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG die Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich[18] und Abfindung[19]. Dabei ist im Prüfungsbericht nach § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben

- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist
- welcher Ausgleich oder welche Abfindung 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 des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung und der ihr zu Grunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des vertragschließenden Unternehmens aufgetreten sind.

20 Dementsprechend ist unsere Prüfung zweigeteilt in einen formellen und einen materiellen Teil. Im formellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Im materiellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Schaltbau Holding als angemessen anzusehen sind. Jegliche weitergehende rechtliche Würdigung sowie die Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags und steuerlicher Auswirkungen zählen nicht zu unserem Auftrag. Gleichermaßen sind Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts nicht Prüfungsgegenstand.

21 Die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung lässt sich auf Basis der Prüfung der Bewertung der Schaltbau Holding beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung von

---

18 § 304 AktG.
19 § 305 AktG.

Ausgleich und Abfindung bildet. Der Prüfer hat zu untersuchen, ob die Bewertung anerkannten Methoden entspricht, die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse festgestellt werden können, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

22 Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines BGAV ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleich und Abfindung.

1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

23 **Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften** sind im Vertrag genannt[20] und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern der Voltage BidCo und der Schaltbau Holding.

2. Leitung

24 Die Schaltbau Holding unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Voltage BidCo.[21] Dementsprechend ist die Voltage BidCo berechtigt, dem Vorstand der Schaltbau Holding hinsichtlich der Leitung Weisungen zu erteilen.[22] Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf Änderungen, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags.[23] Der Vorstand der Schaltbau Holding ist verpflichtet, die Weisungen zu befolgen.[24] Aus Gründen der Rechtssicherheit ist vertraglich geregelt, dass Weisungen der Textform bedürfen.[25]

25 Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.[26]

3. Gewinnabführung

26 Die Schaltbau Holding verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an die Voltage BidCo abzuführen.[27] Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.[28]

---

20 Vgl. Präambel.
21 Vgl. Ziffer 1.1 des Vertrags.
22 Vgl. Ziffer 1.1 des Vertrags.
23 Vgl. Ziffer 1.3 des Vertrags.
24 Vgl. Ziffer 1.2 des Vertrags.
25 Vgl. Ziffer 1.4 des Vertrags.
26 §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.
27 Vgl. Ziffer 2.1 des Vertrags.
28 § 291 Abs. 1 Satz 1, 2. Alt. AktG.

Abzuführen ist – vorbehaltlich der vertraglich geregelten Bildung oder Auflösung von Rücklagen –[29] der gemäß § 301 AktG in der jeweils geltenden Fassung zulässige Höchstbetrag.[30] Das ist nach derzeitiger Rechtslage höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, den Betrag, der nach § 300 Nr. 1 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperrten Betrag.[31] Die Schaltbau Holding kann mit Zustimmung der Voltage BidCo Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.[32] Derart gebildete Rücklagen können auf Verlangen der Voltage BidCo wieder aufgelöst und zum Verlustausgleich verwendet oder als Gewinn abgeführt werden.[33] Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, dürfen zur Gewinnabführung oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags nicht verwendet werden.[34]

27 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals mit der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der Schaltbau Holding und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahres der Schaltbau Holding.[35] Sie wird in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr fällig.[36]

28 Die Regelungen zur Gewinnabführung entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.[37] Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

4. Verlustübernahme

29 Die Voltage BidCo ist gemäß den Bestimmungen des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung gegenüber der Schaltbau Holding zur Verlustübernahme verpflichtet.[38]

---

29 Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.
30 Vgl. Ziffer 2.1 des Vertrags.
31 § 301 Satz 1 AktG.
32 Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.
33 Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.
34 Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.
35 Vgl. Ziffer 2.3 i.V.m. § 7.2 des Vertrags.
36 Vgl. Ziffer 2.3 des Vertrags.
37 § 300 Nr. 1 i.V.m. § 150 Abs. 2 AktG, § 301 AktG.
38 Vgl. Ziffer 3.1 des Vertrags.

30 Nach derzeitiger Rechtslage hat die Voltage BidCo somit jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.[39]

31 Der Zeitpunkt, ab dem die Voltage BidCo zur Verlustübernahme verpflichtet ist, entspricht der Regelung, die für die Gewinnabführung getroffen ist. Die Verpflichtung wird jeweils zum Ende des Geschäftsjahrs der Schaltbau Holding fällig.[40]

32 Durch Verweis auf die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme jederzeit zulässig sind.

5. Ausgleich

33 Die Voltage BidCo verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der Schaltbau Holding für die Dauer des Vertrags einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlich wiederkehrenden Geldleistung zu zahlen.[41] Der Bruttoausgleichsbetrag beträgt für jedes volle Geschäftsjahr je Aktie der Schaltbau Holding-Aktie 2,16 € abzüglich eines etwaigen Betrags für KSt und SolZ nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Dabei ist dieser Abzug nur auf den in der Brutto-Ausgleichszahlung enthaltenen Teilbetrag vorzunehmen, der sich auf die mit deutscher KSt belasteten Gewinne bezieht. Das ist vorliegend ein Teilbetrag von 1,64 €.[42]

34 Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses beträgt der Abzug für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt) 0,26 € je Aktie.[43] Zusammen mit dem übrigen anteiligen Bruttoausgleichsbetrag von 0,52 € je Aktie, der sich auf die nicht mit deutscher KSt belasteten Gewinne bezieht, ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses eine Ausgleichszahlung nach KSt und SolZ von 1,90 €.[44]

35 Die Gewährung einer festen Ausgleichszahlung entspricht der gesetzlichen Regelung.[45]

---

39 § 302 Abs. 1 AktG.
40 Vgl. Ziffer 3.2 und Ziffer 7.2 des Vertrags.
41 Vgl. Ziffer 4.1 des Vertrags.
42 Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.
43 Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.
44 Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.
45 § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG.

36 Der Ausgleich ist am dritten Geschäftstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Schaltbau Holding für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahres fällig.[46] Diese Regelung ist üblich und sachgerecht, da der Ausgleich als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.

37 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der Schaltbau Holding gewährt, in dem der Vertrag in das Handelsregister eingetragen und damit wirksam wird.[47] Sie vermindert sich zeitanteilig im Falle der Bildung eines Rumpfgeschäftsjahres der Schaltbau Holding oder im Falle der Beendigung des Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahres.[48]

38 Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,[49] sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur gedeckt.

39 Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzen, können auch die bereits nach Ziffer 5 des Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen.[50] Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 11 Abs. 4 Spruchverfahrensgesetz. Ein ebensolcher Ergänzungsanspruch ergibt sich auch dann, soweit gesetzlich vorgesehen, wenn sich die Voltage BidCo im Vergleichswege zur Beendigung eines Spruchverfahrens zur Zahlung eines höheren Ausgleichs verpflichtet.[51]

6. Abfindung

40 Die Voltage BidCo verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Schaltbau Holding dessen Aktien gegen eine Abfindung von 50,33 € je Aktie zu erwerben.[52] Da die Voltage BidCo keine AG oder KGaA ist, ist die Abfindung als Barabfindung zu gewähren.[53]

---

46 Vgl. Ziffer 4.4 des Vertrags.
47 Vgl. Ziffer 4.5 i.V.m. Ziffer 7.2 des Vertrags.
48 Vgl. Ziffer 4.6 des Vertrags.
49 Vgl. Ziffer 4.7 des Vertrags.
50 Vgl. Ziffer 4.8 des Vertrags.
51 Vgl. Ziffer 4.8 des Vertrags.
52 Vgl. Ziffer 5.1 des Vertrags.
53 § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG.

41 Die Verpflichtung der Voltage BidCo zum Erwerb der Aktien ist befristet. Eine Befristung ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen[54] stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.[55]

42 Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,[56] bestätigt die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur.

43 Die Übertragung der Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der Schaltbau Holding kostenfrei.[57] Gesetzliche Vorgaben bestehen diesbezüglich nicht.

44 Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzen, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen.[58] Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 11 Abs. 4 Spruchverfahrensgesetz. Ein ebensolcher Ergänzungsanspruch ergibt sich auch dann, soweit gesetzlich vorgesehen, wenn sich die Voltage BidCo im Vergleichswege zur Beendigung eines Spruchverfahrens zur Zahlung einer höheren Abfindung verpflichtet.[59]

7. Wirksamwerden, Dauer und Beendigung des Vertrags

45 Entsprechend der gesetzlichen Vorschriften[60] bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der HV der Schaltbau Holding sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Voltage BidCo.[61]

46 Er ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.[62]

47 Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung[63] erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der Schaltbau Holding eingetragen worden ist.[64]

---

54 Vgl. Ziffer § 5.2 des Vertrags.
55 § 305 Abs. 4 AktG.
56 Vgl. Ziffer 5.3 des Vertrags.
57 Vgl. Ziffer 5.4 des Vertrags.
58 Vgl. Ziffer 5.5 des Vertrags.
59 Vgl. Ziffer 5.5 des Vertrags.
60 § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG in unmittelbarer Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der HV der Schaltbau Holding und § 293 Abs. 2 Satz 2 AktG in entsprechender Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Voltage BidCo.
61 Vgl. Ziffer 7.1 des Vertrags.
62 § 293 Abs. 3 AktG.
63 § 294 Abs. 2 AktG.
64 Vgl. Ziffer 7.2 des Vertrags.

Bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung und zur Verlustübernahme gilt der Vertrag rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahres der Schaltbau Holding, in dem er wirksam geworden ist.[65]

48 Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann nur durch die Voltage BidCo schriftlich[66] mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahres der Schaltbau Holding gekündigt werden.[67] Aus steuerlichen Gründen ist eine Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren vereinbart.[68]

49 Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund[69] sind beachtet worden.[70]

8. Schlussbestimmung

50 Die Schlussbestimmungen[71] entsprechen üblicher Vertragstechnik und sind nicht zu beanstanden.

51 Als Ergebnis unserer Prüfung des BGAV stellen wir fest, dass der BGAV[72] die in §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

---

65 Vgl. Ziffer 7.2 des Vertrags.
66 § 297 Abs. 3 AktG; Ziffer 8.4 des Vertrags.
67 Vgl. Ziffer 8.3 des Vertrags.
68 Vgl. Ziffer 8.2 des Vertrags.
69 § 297 Abs. 1 Satz 1 AktG.
70 Vgl. Ziffer 8.5 des Vertrags.
71 Vgl. Ziffer 9 des Vertrags.
72 Finaler Entwurf in der Fassung vom 8. Dezember 2021.

D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Grundlagen und Bewertungsmethodik

1. Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

52 Eine explizite gesetzliche Methodenvorgabe zur Ermittlung der Abfindung existiert nicht. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung[73] und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Abfindung nach § 305 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes.

53 Die Aktien der Schaltbau Holding sind börsennotiert. Deshalb darf bei der Bemessung der Abfindung der Börsenkurs als Untergrenze nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs jedoch tatsächlich den Verkehrswert widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen.

54 Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein BGAV einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

55 Bereits der Wortlaut der gesetzlichen Regelung stellt auf den Zukunftserfolgswert bzw. Ertragswert des Unternehmens ab. In der Bewertungspraxis wird der Ausgleich dementsprechend regelmäßig durch Verrentung des Ertragswerts ermittelt.[74] Dem entspricht die Rechtsprechung des BGH[75], wonach der Ausgleich durch Verrentung aus dem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet wird.

56 Basis der Ableitung von Abfindung und Ausgleich ist folglich die Ableitung des Unternehmenswerts der beherrschten Gesellschaft.

---

73 Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, ZIP 2001, S. 734-737.

74 Vgl. auch Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Tz. 12.201.

75 Vgl. Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1.745 ff., „Ytong-Beschluss“.

2. Methoden der Unternehmenswertermittlung

57 Der Wert des Eigenkapitals eines erwerbswirtschaftlichen Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann daher als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden.

58 Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind im Standard IDW S 1 dargestellt. Zur Ermittlung von angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung hat der Bewertungsgutachter zunächst eine Ertragsbewertung nach IDW S 1 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als grundsätzlich angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner.

59 Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen des IDW S 1 Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sogenannter Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden. Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen beide auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen führen beide Methoden zu demselben Ergebnis.

60 In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwerte hinzuzufügen. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder auch um steuerliche Sondertatbestände handeln.[76]

---

[76] Vgl. IDW S 1, Tz. 59 ff.

3. Liquidationswert und Substanzwert

61 Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Dieser Wert kommt gemäß IDW S 1 dann als Untergrenze des Unternehmenswerts in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.

62 Für die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist der Liquidationswert gleichwohl relevant, denn nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden sind unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung zu bewerten. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkung einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die andernfalls zu unterstellende Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar.[77]

63 Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der regelmäßigen Schwierigkeiten bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger immaterieller Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dem Substanzwert fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

---

[77] Vgl. IDW S 1, Rz. 60.

4. Vergleichsorientierte Bewertung

64 Zu Plausibilisierungszwecken ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße zu ermitteln, die als branchenüblich angesehen werden. Geeignete Multiplikatoren werden dabei entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Analystenschätzungen sind i.d.R. allerdings nur für einen begrenzten Prognosezeitraum verfügbar. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Hierbei können unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend berücksichtigt sein. Ferner können besonders zu berücksichtigende Sachverhalte, wie z.B. Verlustvorträge, bei einer Multiplikatoren-Bewertung oftmals nicht angemessen Berücksichtigung finden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen daher nur vereinfachte, pauschale Wertermittlungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

5. Vorerwerbe und Börsenkurse

65 Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 Tz. 13 grundsätzlich als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Sie sind darüber hinaus auch durch die subjektiven Entscheidungswerte des Erwerbers, z.B. durch nur von ihm erzielbare Synergien oder Paketzuschläge bzw. Kontrollprämien, beeinflusst.

66 Aus diesem Grund entspricht es seit der Grundsatzentscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 gesicherter Rechtsprechung, dass Vorerwerbspreise für die Festlegung der Abfindung nach § 305 AktG keine Relevanz haben.[78]

---

[78] So zutreffend Bewertungsgutachten, S. 29 m.w.N.

II. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts

1. Vorgehensweise

67 Gegenstand der Prüfung war zunächst die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Vorgehensweise bei der Bewertung. Als Grundlage unserer Analysen haben wir das Geschäftsmodell sowie die wirtschaftlichen Grundlagen der Schaltbau Holding untersucht. Unter Rückgriff auf die uns vorgelegten Konzernabschlussprüfungs- und Geschäftsberichte, internen Dokumente sowie öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten haben wir uns im nächsten Schritt mit der Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse befasst.

68 Auf Basis der um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszahlen haben wir die Planungs-Plausibilisierung durchgeführt. Dabei haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen. Die uns vorgelegte und der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der Schaltbau-Gruppe umfasst alle voll konsolidierten Unternehmen[79]. Die im regelmäßigen Planungsprozess im Jahr 2020 erstellte Planung wurde von den Segmenten im Oktober/November 2021 aktualisiert und um das Planjahr 2024 erweitert. Die Planung wurde am 29. November 2021 durch den Vorstand der Schaltbau Holding verabschiedet und am 30. November 2021 durch den Aufsichtsrat genehmigt[80].[81]

69 Die Planung haben wir auf Basis der Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation der Schaltbau Holding sowie der eingeleiteten und geplanten Maßnahmen auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit beurteilt.

70 Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertungsmethode und die im Einzelnen festgelegten bewertungstechnischen Parameter auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Die Umsetzung im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters haben wir nachvollzogen und zwecks Prüfung der richtigen Anwendung der Methoden, Verarbeitung der Prämissen und Parameter sowie Prüfung der Richtigkeit der Berechnungen ein eigenes Bewertungsmodell aufgebaut.

---

79 Vgl. hierzu auch Tz. 85.

80 Der Aufsichtsrat genehmigt das erste Planjahr, die weiteren zwei Planjahre werden zur Kenntnis genommen; im Folgenden kurz „genehmigt“.

81 Siehe zum Planungsprozess Kapitel D.II.5.a).

71 Daneben haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, zum Börsenkurs sowie zu den Multiplikatoren, vorgenommen.

72 Unsere Prüfungsarbeiten umfassten auch die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Untersuchungen zur vergleichenden Marktbewertung und zum Börsenkurs.

73 Als Schwerpunkte der Prüfung haben wir festgelegt:

- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung der Schaltbau-Gruppe durch die Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell und Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung
- Angemessenheit der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Sachgerechte Berücksichtigung etwaig gesondert zu bewertender Sachverhalte, wie z.B. nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Bewertungsmethodik
- Sachgerechte Ableitung des Verrentungszinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichs.

2. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen und steuerliche Verhältnisse

74 Die Schaltbau Holding hat ihren Sitz in München und ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 98668 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Hollerithstr. 5, 81829 München.

75 Die Satzung der Gesellschaft vom 23. März 1992 wurde zuletzt geändert durch Beschluss vom 28. Mai 2021. Die Änderung betrifft §§ 8, 9 (Zusammensetzung und Amtszeit des Aufsichtsrats). Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr. Das voll eingezahlte Grundkapital der Schaltbau Holding beträgt 13.282.447,44 €[82] und ist eingeteilt in insgesamt 10.887.252[83] auf den Inhaber lautende, nennwertlose und gattungsgleiche Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,22 € je Aktie.

76 Die Aktien sind aktuell noch zum Handel im regulierten Markt der Börse München zugelassen. Die Geschäftsführung der Börse München hat diese Zulassung am 30. November 2021 auf Antrag der Schaltbau allerdings mit Wirkung zum Ablauf des 30. Dezember 2021 widerrufen.

77 Ferner sind die Aktien zum Handel im regulierten Markt sowie im Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Diesbezüglich hat der Vorstand der Schaltbau Holding mit Datum vom 23. November 2021 einen Antrag auf Delisting gestellt.

78 Die Aktien sind zudem in den Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover und Stuttgart einbezogen.

79 Sie werden zudem auf der elektronischen Handelsplattform Xetra der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, und Gettex, dem elektronischen Handelssystem der Börse München sowie Quotrix, dem elektronischen Handelssystem der Börse Düsseldorf sowie über Tradegate Exchange und Lang & Schwarz Exchange gehandelt.

---

82 Unter Berücksichtigung des aktuellen Stands der Wandlung der Wandelschuldverschreibungen; vgl. Vertragsbericht, S. 12.

83 Vgl. Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte nach § 41 WpHG vom 30. November 2021.

80 Nach ihrer aktuellen Veröffentlichung vom 9. Dezember 2021 hält die Voltage BidCo 8.488.647 Aktien der Schaltbau Holding. Dies entspricht einem Anteil am Grundkapital der Gesellschaft von rd. 78 %. Die restlichen Aktien befinden sich im Streubesitz bzw. die Gesellschaft hält 7.645 eigene Aktien.[84]

81 Die Mehrheitsbeteiligung der Voltage BidCo, einer mittelbaren hundertprozentigen Tochtergesellschaft von Fonds, die von The Carlyle Group Inc. beraten werden, hat sich in Folge eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots vom 25. August 2021 ergeben. Zuvor gab die Schaltbau Holding im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung vom 7. August 2021 bekannt, dass sie am selben Tag mit der Voltage BidCo eine Investorenvereinbarung mit dem Ziel einer strategischen Partnerschaft zur Unterstützung der langfristigen Wachstums- und Investitionsstrategie der Schaltbau-Gruppe geschlossen habe. Am selben Tag hatte die Voltage BidCo angekündigt, den Aktionären der Schaltbau Holding ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien zu unterbreiten.

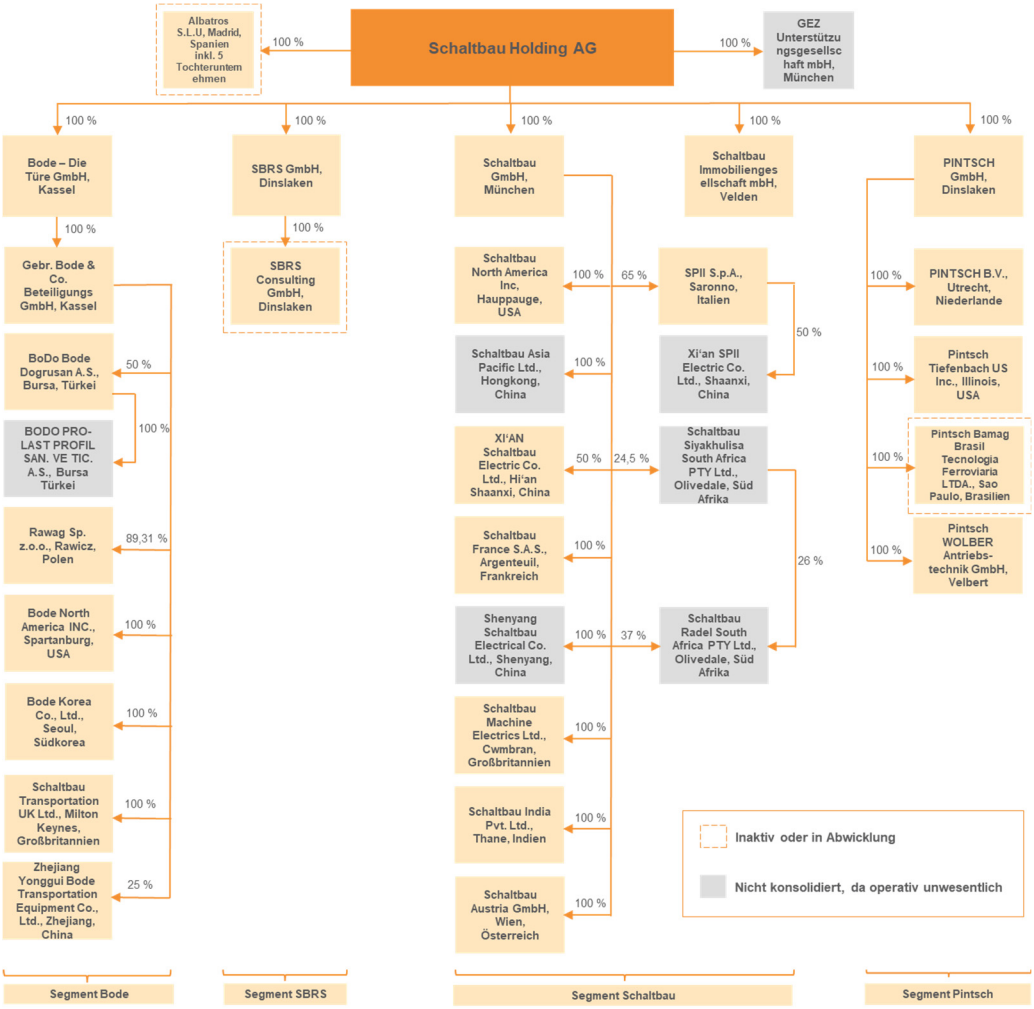
82 Das am 25. August 2021 veröffentlichte freiwillige öffentliche Übernahmeangebot beinhaltete das Angebot an die Aktionäre der Schaltbau Holding, ihre Aktien der Voltage BidCo für 53,50 € je Aktie anzudienen. Nach Ablauf der ergänzten Annahmefrist am 11. Oktober 2021 war die Voltage Bidco im Besitz von rund 78 % der Aktien der Schaltbau Holding auf Basis des Grundkapitals Stand 30. September 2021.

83 Die Schaltbau Holding führt die Unternehmen der Schaltbau-Gruppe und verantwortet als geschäftsführende Holding die strategische Ausrichtung und Steuerung der Schaltbau-Gruppe. Daneben stellt sie den Tochterunternehmen Infrastruktur und Dienstleistungen für Konzernrechnungslegung und -controlling, Cash-Management, Investor Relations & Corporate Communications, Rechtsabteilung, Governance-Funktionen, Compliance, Revision, Risikomanagement und Corporate Social Responsibility zentral bereit. Weitere wesentliche Aufgabe ist das Cashpooling und die Allokation des notwendigen Kapitals auf die einzelnen Segmente.

---

[84] Vgl. Bekanntmachung gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG in Verbindung mit § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG sowie gemäß § 23 Abs. 2 WpÜG der Voltage BidCo vom 9. Dezember 2021.

84 Die Schaltbau-Gruppe umfasst per Anfang Dezember 2021 folgende Gesellschaften[85]:



85 Die Schaltbau Holding ist der Organträger des ertragsteuerlichen Organkreises mit der SBRS GmbH, Dinslaken,[86] sowie Schaltbau GmbH, München[87].

86 Nach dem Wegfall der ertragsteuerlichen Verlustvorträge auf Ebene der Schaltbau Holding durch den Mehrheitserwerb der Voltage BidCo im Oktober 2021 verfügt die Schaltbau-Gruppe noch über nutzbare körperschaft- und gewerbesteuerrechtliche Verlustvorträge der Pintsch GmbH[88] und der Bode - Die Türe GmbH, Kassel[89], da diese unter der Annahme

---

85 Die Bode - Die Türe GmbH, Kassel, firmierte bis vor kurzem unter Gebr. Bode GmbH & Co. KG, Kassel. Die Umwandlung hat keinen Einfluss auf das Bewertungsobjekt.
86 Im Folgenden „SBRS".
87 Im Folgenden „Schaltbau GmbH".
88 Fortgeschrieben auf 31. Dezember 2021 i.H.v. 4,2 Mio. € (GewSt) bzw. 4,3 Mio. € (KSt).
89 Fortgeschrieben auf 31. Dezember 2021 i.H.v. 1,5 Mio. € (GewSt) bzw. 0,4 Mio. € (KSt).

hinreichender stiller Reserven nicht untergehen. Darüber hinaus verfügen einzelne ausländische Gesellschaften zum 31. Dezember 2021 über ertragsteuerliche Verlustvorträge.

87 Zum 31. Dezember 2019 betrug das steuerliche Einlagekonto gemäß § 27 KStG der Schaltbau Holding 124 Mio. €.[90]

aaa) Geschäftstätigkeit

88 Die Ursprünge der Schaltbau Holding reichen bis in das Gründungsjahr der seinerzeitigen Schaltbau-GmbH im Jahr 1929 zurück. Von Anbeginn an hat sich die Gesellschaft als Zulieferer der Bahnindustrie, seinerzeit mit Schalt- und Heizgeräten, fokussiert.

89 In Folge stetiger Akquisitionen von Unternehmen, mit denen das Leistungsportfolio ausgebaut wurde, entwickelte sich die Gesellschaft von einem reinen Anbieter für Bahntechnik zur Holding des nach eigenen Angaben führenden Technologiekonzerns für Schienenfahrzeuge, Bahninfrastruktur, Straßenfahrzeuge und weitere industrielle Anwendungen.

90 Heute ist die Schaltbau-Gruppe mit ihren Produkten, Systemen und Lösungen vorrangig weiterhin Zulieferer der Bahnindustrie – sowohl im Bereich der Infrastruktur[91] als auch der Schienenfahrzeuge[92].

91 Neben diesem Kerngeschäft adressiert sie jedoch mit Komponenten für Gleichstromanwendungen auch neue Geschäftsansätze in der Automobil- und Investitionsgüterindustrie (New Energy, New Industry und e-Mobility Automotive). Mit der technologischen Kompetenz der Schaltbau-Gruppe „Sicherheit und Verfügbarkeit durch elektromechanische Systeme“ besteht überall dort ein Marktpotential, wo Gleichstrom zur Erzeugung, Übertragung und Speicherung elektrischer Energie zur Anwendung kommt. Bereits heute hat die Schaltbau-Gruppe vereinzelt Kunden in diesen Zukunftsmärkten New Energy, New Industry und e-Mobility Automotive.

---

90 Gemäß letztem vorliegendem Bescheid vom 11. Mai 2021. Der Bewertungsgutachter hat das steuerliche Einlagekonto unter Berücksichtigung der Effekte aus der Wandelschuldverschreibung und der Planung der Gesellschaft fortgeschrieben und eine (steuermindernde) Inanspruchnahme ab dem erstmöglichen Jahr 2025 bis 2026 berücksichtigt.

91 Betrifft „Pintsch“ bzw. „Segment Pintsch“.

92 Auch „Rolling Stock“ genannt; über die Segmente Bode, Schaltbau und SBRS verteilt.

92 Das Geschäft der Schaltbau-Gruppe gliedert sich in folgende vier Segmente:

Bode[93]

93 Das umsatzstärkste Segment Bode ist führender Anbieter von innovativen Tür- und Zustieg-Systemen für Bahnen, Busse sowie Kurier-, Express- und Transportfahrzeuge weltweit und die Nummer eins in Europa. Daneben zählen zum Produktportfolio Inneneinrichtungen für Schienenfahrzeuge. Am bedeutendsten ist die Produktgruppe „Systeme für Schienenfahrzeuge/Rail", auf die rd. 72 %[94] der Umsatzerlöse entfallen. Sie umfasst Komplettsysteme mit innovativer Sicherheitstechnik und Einstiegssystemen für Straßen-, U- und S-Bahnen sowie Regional- und Hochgeschwindigkeits-Fernzüge. Mit dem Angebot zählt sich die Bode-Gruppe zu den bedeutendsten bzw. wesentlichen Herstellern in Europa bzw. weltweit[95] mit einem Fokus auf Europa und die USA.

94 Auch mit der Produktgruppe Systeme für Straßenfahrzeuge („Bus") zählt sich die Bode-Gruppe zu den führenden Anbietern[96] von Tür- und Einstiegssystemen für Stadt- und Reisebusse sowie Nutzfahrzeuge.

95 Mit der kleinsten Produktgruppe „Automotive" erzielt die Bode-Gruppe den geringsten Umsatzanteil und nimmt regelmäßig an Ausschreibungen für seitliche Schiebetüren für Kurier-, Express- und Transportfahrzeuge oder um Führungssysteme („Beschläge") für Transporter und PKW teil.

96 Wesentliche Kunden des Segments Bode sind Zughersteller und Bahnsystemhäuser sowie Hersteller der Bus- und Automobilbranche.

97 Die Bode-Gruppe deckt bei Tür- und Einstiegssystemen die gesamte Wertschöpfungskette ab und verfügt über Entwicklungs- und Produktionsstandorte in Kassel, Rawicz (Polen), Bursa (Türkei), Spartanburg (USA) und Shenyang (China). Der Anteil des After-Sales-Geschäfts, bestehend aus Ersatzteilpaketen und Wartung bzw. Überholung[97] soll künftig proaktiv ausgebaut werden.

---

93 Vor dem Geschäftsjahr 2020 „Mobile Verkehrstechnik".
94 Basierend auf den Umsatzerlösen des Geschäftsjahres 2020 vor Erlösschmälerungen.
95 Vgl. Geschäftsbericht 2020, S. 33.
96 So Geschäftsbericht 2020, S. 33.
97 „refurbishment".

Schaltbau[98]

98 Das gemessen am Umsatz zweitbedeutendste und ergebnisstärkste Segment ist die Schaltbau.

99 Als Komponentenspezialist für die Bahn und die Industrie sind die Unternehmen des Segments Schaltbau weltweit agierend mit über 90 Jahren Erfahrung. Die Unternehmen entwickeln und fertigen elektromechanische Komponenten und kundenspezifische Lösungen, die höchsten Sicherheitsansprüchen genügen. Steckverbinder, Schnappschalter und DC-Schütze sowie elektrische Komponenten wie Kippschalter, Fahrschalter und komplette Führerstandausrüstungen für unterschiedliche Anwendungen im Bahnmarkt und in der Industrie bilden das Kerngeschäft des Segments. Den überwiegenden Umsatzanteil erzielt das Segment derzeit mit Schienenfahrzeugherstellern.

100 Als einer der weltweit führenden Experten für Gleichstromschalttechnik ist die Schaltbau GmbH bemüht, neben der Bahnzuliefererindustrie weitere Wachstumsfelder in den Märkten New Energy, New Industry und e-Mobility/Automotive zu erschließen, da die produzierten Komponenten überall dort von Nutzen sein können, wo Batterien erforderlich sind. Hierzu befinden sich die Unternehmen des Segments Schaltbau bereits in einzelnen Pilotprojekten und Gesprächen mit Vertretern von OEM der Automobilbranche.

101 Größere Produktionsstätten befinden sich in Velden und Aldersbach, Saronno (Italien), Cwmbran (UK), und über ein Joint Venture mit Xi'an Railway Signal Factory in Shenyang (China). Mit Hauptsitz in Deutschland ist die Schaltbau GmbH über ihre Tochtergesellschaften und Repräsentanzen sowie Vertriebspartner in allen bedeutenden Wirtschaftsregionen vertreten.

---

[98] Vor dem Geschäftsjahr 2020 „Komponenten".

Pintsch[99]

102 Die Unternehmen des Segments Pintsch bieten Infrastrukturtechnik für den Bahn- bzw. Schienenverkehr an. Wesentliche Produktbereiche sind Stellwerkstechnik[100], rechengesteuerte Bahnübergangstechniken[101] und Achszählsysteme.[102] Damit zählt das Segment zu den maßgeblichen Ausrüstern der Deutschen Bahn sowie weiterer in- und ausländischer Infrastrukturbetreiber, einschließlich Privat-, Werks- und Hafenbahnen.

103 Das Serviceangebot umfasst Montage, Prüfung und Inbetriebnahme, Wartung und Instandhaltung, Ersatzteilversorgung, Reparaturen und Schulungen sowie digitale Services.

SBRS[103]

104 Das Segment umfasst die SBRS GmbH und deren in 2021 neu gegründete Tochtergesellschaft SBRS Consulting GmbH, Dinslaken, mit der noch kein Geschäft generiert wird.

105 Das Segment SBRS ist zweigeteilt. Zum einen enthält es das über die gesamte Schaltbau-Gruppe gebündelte Geschäft mit Teil- und Komplettsanierung von Schienenfahrzeugen. Zum anderen beinhaltet es das Geschäft mit der schlüsselfertigen Projektierung und Erstellung von kompletten Ladeinfrastruktur-Lösungen für Nutzfahrzeuge, insbesondere E-Busse,[104] dessen Kunden vornehmlich Betreiber des öffentlichen Nahverkehrs sind.

106 Die Schaltbau-Gruppe tätigt einen Großteil ihrer Lieferungen bzw. Dienstleistungen in regulierten Branchen und erzielt den Großteil des Umsatzes in Deutschland[105] und im übrigen Europa[106].

---

99 Vor dem Geschäftsjahr 2020 „Stationäre Verkehrstechnik".
100 Rd. 13 % der Umsatzerlöse (2020).
101 Rd. 45 % der Umsatzerlöse (2020).
102 Rd. 23 % der Umsatzerlöse (2020).
103 Vor dem Geschäftsjahr 2020 im Segment „Mobile Verkehrstechnik" enthalten.
104 Produktbereich auch e-Mobility/Charging genannt.
105 Im Geschäftsjahr 2020 36,3 % vs. 2019 37,0 %; vgl. Geschäftsbericht 2020, S. 37.
106 Im Geschäftsjahr 2020 47,1 % vs. 2019 45,0 %; vgl. Geschäftsbericht 2020, S. 37.

aab) Markt- und Wettbewerbsumfeld

107 Mit dem segmentübergreifenden Schwerpunkt als Zulieferer der Bahnindustrie ist die Schaltbau-Gruppe primär dem Markt für Bahn(-verkehrs)-Technik zugehörig.

108 Wichtigste Abnehmerbranche ist dementsprechend die Bahnindustrie mit Schienenfahrzeugen und Bahninfrastruktur, gefolgt von der Automobil- und Investitionsgüterindustrie. Die Nachfrage auf diesen Märkten hängt von einer Vielzahl von Einflussfaktoren und Trends ab, zu denen insbesondere folgende zählen:

- Entwicklung des Bedarfs an Infrastruktur für den Nah- und Fernverkehr in Folge zunehmender Urbanisierung und des Trends zu nachhaltigerem Reisen; aktuell überlagert durch verändertes Reiseverhalten in Covid-Pandemie
- Veränderungen der Anforderungen an Sicherheit und Komfort, beispielsweise hinsichtlich der Zustieg-Systeme an Zügen und in Bahnhöfen
- Digitalisierung der Bahninfrastruktur
- Fortschreitender Ausbau der internationalen Flotte an Elektro-Nutzfahrzeugen.

109 Je nach angebotenen Produkten ist die Abhängigkeit von gesamtwirtschaftlichen oder branchentypischen Entwicklungen wie folgt zu konkretisieren.

110 In Bezug auf Schienenfahrzeuge ist die Schaltbau-Gruppe mittelbar abhängig von der Auftragsvergabe der Bahngesellschaften/-betreiber an die Schienenfahrzeughersteller. Hierbei ist das Neugeschäft relevant für die Segmente Bode und Schaltbau, hingegen für das Segment SBRS vornehmlich die Nachfrage nach (Teil-)Modernisierung.

111 In Bezug auf Produkte für die Bahninfrastruktur besteht eine direkte Abhängigkeit von den öffentlichen Investitionen in die Bahninfrastruktur. Förderlich sind hier die aktuell beschlossenen Förderprogramme.[107]

112 Für die Teilsegmente von Bode – Türsysteme für Nutzfahrzeuge – sowie von SBRS – Ladestationen für E-Busse – ist das Bestellverhalten kommunaler Verkehrsbetriebe und damit mittelbar die Finanzlage der Städte und Gemeinden in Deutschland maßgeblich.

---

[107] Vgl. Tz. 116 sowie Bewertungsgutachten, S. 13 f.

113 Daneben ist die allgemeine konjunkturelle Entwicklung von Handel, Logistik und Energiesektor in Deutschland und Westeuropa relevant für die Produkte, die in den industriellen Sektor geliefert werden. Dies gilt ähnlich auch für die neuen Geschäftsfelder, die mit elektromechanischen Komponenten und Lösungen bei Gleichstromanwendungen in der Investitionsgüterindustrie und Elektromobilität erschlossen werden sollen.

114 Der Bewertungsgutachter stellt die erwartete Entwicklung der für die Schaltbau-Gruppe relevanten Märkte auf Basis unterschiedlicher Studien ausführlich und zutreffend dar.

115 Hervorzuheben sind folgende erwartete Entwicklungen:

- Wachstum der weltweiten Bahnzuliefererindustrie mit 2,3 % CAGR bis 2025[108]. Für die für die Schaltbau-Gruppe besonders relevanten Regionen West- und Osteuropa wird ein jährliches Wachstum von 2,0 % bzw. 2,7 % erwartet.[109]

- Die für die Schaltbau-Gruppe bedeutenden Segmente Infrastruktur, Bahnsteuerung und Schienenfahrzeuge wachsen mit einer CAGR bis 2025 von 2,7 % bzw. 2,6 %.[110]

- Im Bereich (Teil-)Modernisierung ist nach Einschätzung des Vorstands der Schaltbau Holding und den Segmentverantwortlichen mittelfristig kein Wachstum mehr zu erwarten, da ein Trend zu neueren Zügen und kürzeren Produktlebenszyklen besteht.

- Für den deutschen Markt wirken staatliche Förderprogramme wie das durch den Bund und die Deutsche Bahn unterzeichnete Modernisierungsprogramm für das Schienennetz[111] oder das Zukunftsprojekt „Digitale Schiene Deutschland“[112] wachstumsfördernd.

---

108 Vgl. „World Rail Market Study, forecast 2020 to 2025”, herausgegeben durch UNIFE Association of the European Rail Industry, Brüssel, Belgien, und Roland Berger GmbH, München, S. 5.

109 Vgl. „World Rail Market Study, forecast 2020 to 2025”, herausgegeben durch UNIFE Association of the European Rail Industry, Brüssel, Belgien, und Roland Berger GmbH, München, S. 9, 97.

110 Vgl. „World Rail Market Study, forecast 2020 to 2025”, herausgegeben durch UNIFE Association of the European Rail Industry, Brüssel, Belgien, und Roland Berger GmbH, München, S. 99, 100, 136; zum Schienenfahrzeugbau ferner IBISWorld Branchenreport C30.20DE Schienenfahrzeugbau, Februar 2021, S. 9, wonach ein Wachstum von 6,3 % CAGR bis 2026 erwartet wird.

111 https://www.bmvi.de/SharedDocs/DE/Pressemitteilungen/2020/001-scheuer-starke-schiene-unterzeichnung-lufv.html (zuletzt abgerufen, 27. Oktober 2021).

112 https://digitale-schiene-deutschland.de/de/digitale-schiene (zuletzt abgerufen, 27. Oktober 2021).

- Elektromobilität treibt grundsätzlich den Bedarf an elektrischen (Gleichstrom-)Speichern-/Lösungen; allerdings erfordert die Ladung von Elektro-Nutzfahrzeugen derzeit noch nicht die Spannungshöhe für die Produkte der Schaltbau-Gruppe.

- In den Märkten New Energy, New Industry und e-Mobility bislang geringe Wahrnehmbarkeit der Schaltbau-Gruppe.

116 Im Ergebnis sind die Markterwartungen für die Schaltbau-Gruppe kurz- und mittelfristig positiv. Mittel- und langfristig sieht die Gesellschaft in dem Kernmarkt Bahnzuliefererindustrie weiterhin Wachstum, das nicht zuletzt auch durch allgemeine Trends wie Urbanisierung, umweltbewusste Mobilität, Digitalisierung und Vernetzung der Bahninfrastruktur getragen wird.[113] Gleichzeitig ist darauf hinzuweisen, dass in dem Markt der Bahnzulieferindustrie die Wachstumsraten moderat sind. In den deutlich stärker wachsenden Märkten New Energy, New Industry und e-Mobility sind die weiteren – auch technischen – Entwicklungen maßgebend dafür, ob Potential für die Produkte der Schaltbau-Gruppe (insbesondere Schütze des Segments Schaltbau) besteht.

117 Hauptwettbewerber der Schaltbau-Gruppe sind Unternehmen, die ebenfalls als Zulieferer in den Bereichen Schienenfahrzeuge, Bahninfrastruktur, Bus- oder Investitionsgüter tätig sind. Weit überwiegend sieht sich die Schaltbau-Gruppe hier mit einzelnen Segmenten größerer weltweit agierender Konzerne konfrontiert. Diese verfügen i.d.R. über größere finanzielle und organisatorische Ressourcen und haben insbesondere auch die Möglichkeit, Bündel-Leistungen anzubieten. Vor diesem Hintergrund ist die Schaltbau-Gruppe über alle Segmente hinweg mit zunehmendem Preisdruck konfrontiert.[114]

---

113 Vgl. Geschäftsbericht 2020, S. 38.

114 Die Wettbewerbssituation in den einzelnen Segmenten, wie sie der Bewertungsgutachter umfassend darstellt – vgl. Bewertungsgutachten, S. 16 ff. – deckt sich mit unseren Erkenntnissen aus zahlreichen Management-Gesprächen.

ab) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

118 Der Bewertungsgutachter stellt die Vermögens- und Finanzlage sowie Ertragslage der Schaltbau-Gruppe für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 auf Basis der geprüften Konzernabschlüsse der Schaltbau Holding nach den IFRS sowie für das Geschäftsjahr 2021 auf Basis des FC vom 30. September 2021[115] dar. Die Darstellung der Ertragslage beinhaltet Bereinigungen um Sondereffekte, die in der Zeile neutrales Ergebnis kumuliert werden[116].

119 Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren. Ferner dienen diese Analysen der Erklärung von Plan- über- oder -unterschreitungen durch nicht planbare Sondersachverhalte.

120 Ergänzend sind sog. Pro-Forma-Anpassungen sinnvoll, wenn sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen im Vergleich zur betrachteten Vergangenheit wesentlich geändert hat.

121 Die Gesellschaft hat für die Geschäftsjahre 2018 und 2019 auch in der externen Berichterstattung das EBIT um sog. Sondereffekte bereinigt.[117] Seit dem Geschäftsjahr 2020 wird das EBIT für Steuerungs- und Berichtszwecke nicht mehr um Sondereffekte bereinigt.[118] Aus der internen Berichterstattung waren Sondereffekte für die Geschäftsjahre 2020 und 2021 ermittelbar. Ebenso war es dem Bewertungsgutachter möglich, auf Basis von Auswertungen aus dem Controlling- bzw. Reportingtool, die Vergangenheits-GuV zeilenweise um die Effekte aus den zwischenzeitlich entkonsolidierten Gesellschaften[119] zu bereinigen.

122 Wir haben die Darstellung der bereinigten Vergangenheitsergebnisse verifiziert und anhand der vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte sowie ergänzender

---

115 Ist-Werte für Januar bis September und Hochrechnung für Oktober bis Dezember.
116 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 45.
117 Vgl. im Einzelnen Geschäftsbericht 2018, S. 26, 152; Geschäftsbericht 2019.
118 Vgl. Geschäftsbericht 2019, S. 3; Geschäftsbericht 2020, S. 150 f.
119 Die betrifft die Albatros S.L.U., Madrid, Spanien, inkl. deren Tochterunternehmen (Sepsa-Gruppe) sowie die Alte Technologies S.L.U., Barcelona, Spanien. Für die Pintsch Bamag Brasil war eine Bereinigung entbehrlich, da diese Gesellschaft seit dem Geschäftsjahr 2018 nicht mehr operativ tätig gewesen ist.

Aufstellungen nachvollzogen. Im Verlauf unserer Prüfung haben wir keine wesentlichen weiteren Sachverhalte, die ebenfalls eine Bereinigung der Ertragslage der Vergangenheit erforderlich gemacht hätten, identifiziert.

123 Ergänzend zu den Darstellungen im Bewertungsgutachten bilden wir die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, wie sie sich aus den geprüften Konzernabschlüssen nach IFRS für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 und der veröffentlichten Zwischenmitteilung zum 30. September 2021 ergibt, in der nachfolgenden Tabelle ab:

ERTRAGSLAGE - SCHALTBAU-GRUPPE

€'000	2018 Ist	2019 Ist	2020 Ist	09/2021 Ist
Umsatzerlöse	518.343	513.708	502.343	381.162
Bestandsveränderung	3.015	588	10.676	5.964
Andere aktivierte Eigenleistungen	2.087	2.669	2.162	1.473
Gesamtleistung	**523.445**	**516.965**	**515.181**	**388.599**
Materialaufwand	-280.422	-266.258	-273.060	-197.016
Rohertrag	**243.023**	**250.707**	**242.121**	**191.583**
Personalaufwand	-177.153	-176.183	-167.726	-129.768
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-67.133	-59.646	-46.387	-33.677
Sonstige betriebliche Erträge	24.242	17.619	15.110	4.718
Wertminderungen	-440	157	-408	-1.018
EBITDA	**22.539**	**32.654**	**42.710**	**31.838**
Abschreibungen	-29.831	-15.470	-20.988	-12.639
EBIT	**-7.292**	**17.184**	**21.722**	**19.199**
Beteiligungsergebnis	-2.987	262	-321	-156
Finanzergebnis	-5.803	-6.983	-6.884	-4.330
EBT	**-16.082**	**10.463**	**14.517**	**14.713**
Ertragsteuern	1.947	-3.105	-8.854	1.510
Ergebnisabführung	0	0	0	0
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	**-14.135**	**7.358**	**5.663**	**16.223**
KPIs				
Umsatzveränderung	N/A	-0,9%	-2,2%	-24,1%
Rohertragsmarge (in % der Gesamtleistung)	46,4%	48,5%	47,0%	49,3%
Personaleinsatzquote (in % der Gesamtleistung)	-33,8%	-34,1%	-32,6%	-33,4%
Anzahl Mitarbeiter (Jahresendwerte)	3.157	2.863	2.916	2.916
sbA-Quote (in % der Gesamtleistung)	-12,8%	-11,5%	-9,0%	-8,7%
EBITDA-Marge (in % der Gesamtleistung)	4,3%	6,3%	8,3%	8,2%
EBIT-Marge (in % der Gesamtleistung)	-1,4%	3,3%	4,2%	4,9%

Quelle: Geschäftsberichte 2018-2020 bzw. Zwischenmitteilung zum 30. September 2021.

124 Die wesentlichen Entwicklungen der Ertragslage der Schaltbau-Gruppe lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Schaltbau-Gruppe hat die im Geschäftsjahr 2016 begonnene Restrukturierung[120] im Geschäftsjahr 2019 abgeschlossen[121] und erzielt seit 2019 wieder positive EBIT bzw. Jahresergebnisse.

- Die Umsatzerlöse waren seit 2018, vornehmlich in Folge der Veräußerung von Konzerngesellschaften, leicht rückläufig und im Geschäftsjahr 2020 vor allem beeinflusst durch die Auswirkungen der Covid-Pandemie, die insbesondere das Geschäft der Segmente Schaltbau und Bode traf.

- Für das Geschäftsjahr 2021 ist auf Basis der Zahlen per September 2021 im Vergleich zum Vorjahr wieder ein Umsatzwachstum erkennbar, so dass das Umsatzniveau 2021 voraussichtlich mit rd. 530 Mio. €[122] über dem Niveau der betrachteten Vergangenheit liegen wird.

- EBIT und EBIT-Marge haben sich in der betrachteten Vergangenheit in Folge der erfolgreichen Restrukturierungsmaßnahmen und eines wachsenden Anteils margenstärkeren Geschäfts, wie z.B. das After-Sales-Geschäft im Segment Bode, stetig verbessert.

- Per Ende September 2021 beträgt die EBIT-Marge[123] 4,9 %; hierauf basierend strebt der Vorstand der Schaltbau-Gruppe für das Geschäftsjahr 2021 eine EBIT-Marge i.H.v. von rd. 5,0 % an[124], wobei der aktuelle FC eine EBIT-Marge von 5,8 %[125] anzeigt.

125 Die Erläuterungen des Bewertungsgutachters zur Vermögenslage lassen sich zu folgenden Kernaussagen zusammenfassen bzw. wie folgt ergänzen:

- Bei der Bilanz zum 31. Dezember 2021 handelt es sich um projizierte Werte auf Basis des Ist-Standes zum 30. September 2021 und den erwarteten Entwicklungen bis

---

120 Vgl. Geschäftsbericht 2018, S. 10.
121 Vgl. Geschäftsbericht 2019, S. 2.
122 Schätzung gem. FC 09/2021; vgl. Bewertungsgutachten, S. 40.
123 Bezogen auf die Gesamtleistung.
124 Vgl. Zwischenmitteilung zum 30. September 2021, S. 6; Geschäftsbericht 2020, S. 30.
125 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 40.

zum Ende des Geschäftsjahres. Sie berücksichtigen die Refinanzierung durch die Voltage BidCo im Oktober 2021.

- Der Anstieg der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2021 resultiert überwiegend aus dem Mittelzufluss durch die Begebung der Pflichtwandelanleihe sowie durch die Aufnahme des Darlehens bei der Voltage BidCo und aus dem Bau des neuen Produktionsstandorts des Segments Schaltbau („NExT Factory“).

- Die Eigenkapitalquote steigt in Folge der Begebung der Pflichtwandelanleihe i.H.v. 60 Mio. € und des erwarteten Konzernjahresüberschusses im Geschäftsjahr 2021 auf rd. 30 %.

- Aufgrund der Pflichtwandelanleihe und des Umstands, dass die bei der Voltage BidCo abgerufenen Mittel neben der Teilablösung bestehender Bankdarlehen auch zur Finanzierung des weiteren Wachstums dienen sollen und zum Bilanzstichtag noch nicht verbraucht sind, sinkt der (Netto-)Verschuldungsgrad in der betrachteten Vergangenheit sehr deutlich.

- Das Anlagevermögen ist durch die langfristig zur Verfügung stehenden Mittel mehr als vollständig gedeckt.

b) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells der Schaltbau-Gruppe

126 Die wesentlichen (Erfolgs-)Faktoren des Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts können aus interner Sicht anhand von Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht anhand von Chancen und Risiken aus dem Markt-, Branchen- und Wettbewerbsumfeld wie folgt abgeleitet werden:

Stärken	Schwächen
▪ Know How in Gleichstromanwendungen ▪ Technisch sehr hohe Standards im Segment Bode ▪ Weltweite Produktionsstandorte, davon vier in Deutschland und 14 international (Europa, USA und Asien) ▪ Etabliert in regulierten Märkten mit hohen Eintrittsbarrieren	▪ Dezentrale Organisationsstruktur und sehr eigenständige Segmente ▪ Größennachteil gegenüber Wettbewerbern ▪ Im Segment Bode mit tariflicher Arbeitszeit von 35 Stunden pro Woche als Wettbewerbsnachteil

Chancen	Risiken
▪ Bahnsektor weiterhin Wachstumsmarkt; Partizipation an Förderprogrammen des Bundes in Erhalt und Modernisierung der Bahninfrastruktur ▪ Erschließung des Potentials von Gleichstromanwendungen in Automobil- und Investitionsgüterindustrie ▪ Ausweitung des After-Sales-Geschäfts (insbesondere im Segment Bode) ▪ Abkehr von fossilen Brennstoffen und verstärkte Klimaaspekte mit hohen staatlichen Investitionen	▪ Preisdruck im Markt für Schienenverkehr in Folge zunehmender Deregulierung und Liberalisierung auf Ebene der Bahnbetreiber; ferner im Bus- und Automotive-Markt ▪ Zunehmender Wettbewerb im (Nischen)markt für Hochleistungsladestationen (SBRS) ▪ Nachfragemacht/-Oligopol der Kunden bei Bahnen/Bussen mit Insourcing-Tendenzen ▪ Risiko des Aufbaus fehlender Vertriebsstrukturen in New Energy/New Industry sowie einer Reputation im OEM-Markt ▪ Nachhaltiger Wegfall des Rail-Marktes in China

127 Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken stehen sich in einem ausgewogenen Verhältnis gegenüber.

c) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

128 Als Bewertungsobjekt wird durch den Bewertungsgutachter zutreffend die Schaltbau Holding einschließlich aller konsolidierten sowie nicht konsolidierten Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen[126] betrachtet.

129 Die Planung der Gesellschaft hat der Bewertungsgutachter um Beteiligungserträge für diejenigen Gesellschaften, die dort nicht berücksichtigt sind,[127] ergänzt. Ein Sonderwert war im Rahmen der Bewertung folglich erlässlich.

130 Der Vorstand hat uns bestätigt, dass keine weiteren Beteiligungen oder Tochterunternehmen bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaltbau Holding zu berücksichtigen sind. Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Strukturierung und Abgrenzung der Schaltbau-Gruppe als Bewertungsobjekt für sachgerecht.

3. Bewertungsstichtag

131 Der für die Ermittlung der angemessenen Abfindung maßgebliche rechtliche Bewertungsstichtag ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz. Nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG sind die Verhältnisse der abhängigen bzw. beherrschten Gesellschaft[128] im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.

132 Für die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung findet sich im Gesetz keine entsprechende Regelung. In der Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis findet sich zum einen die Auffassung, der Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses der abhängigen Gesellschaft bestimme auch den rechtlichen Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Ausgleichs.[129] Zum anderen findet sich die Auffassung, dass der Ausgleich aus dem

---

126 Schaltbau-Gruppe.

127 Das sind die Albatros S.L.U., Madrid, Spanien; Albatros Railway Equipment Co. Ltd., Shanghai, China; Albatros S.L.U., Madrid, Spanien; Albitren Mantenimiento y Servicios Industriales S.A., Ciudad Real, Spanien; Bode Korea Co. Ltd., Seoul, Südkorea; GEZ Unterstützungsgesellschaft mbH, München; JB Albatros Renovables S.L., Ciudad Real, Spanien; Pintsch Bamag Brasil Tecnologica Ferroviaria LTDA., Sao Paulo, Brasilien; Schaltbau Asia Pacific Ltd, Hongkong, China; Schaltbau Radel Africa PTY Ltd., Olivedale, Südafrika; Schaltbau Siyakhulisa South Africa PTY Ltd., Olivedale, Südafrika; Shenyang Schaltbau Electrical Corporation Ltd., Hongkong, China; Técnicas Avanzadas de Equipamientos TAQUIP S.L., Madrid, Spanien; Xi'an SPII Electric Co. Ltd., Xi'an Shaanxi, China; Zhejiang Yonggui Bode Transportation Equipment Co., Ltd., Zhejiang, China.

128 Schaltbau Holding.

129 Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 14.33.

Ertragswert des Unternehmenswerts zu Beginn des Jahres, in dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam werden soll, zu ermitteln sei.[130] Diese aus unserer Sicht – vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Garantiedividende Substitut der Dividende ist – vorzugswürdige Variante, vertritt auch der Bewertungsgutachter.

133 Die Beschlussfassung über den BGAV ist für die auf den 3. Februar 2022 einzuberufende Hauptversammlung der Schaltbau Holding vorgesehen. Maßgeblicher rechtlicher Bewertungsstichtag ist damit der 3. Februar 2022. Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaltbau Holding die für die ewige Rente prognostizierten Ausschüttungen mit dem Diskontierungszinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2022 diskontiert und dann auf den 3. Februar 2022 sachgerecht aufgezinst. Der so auf den 3. Februar 2022 ermittelte Unternehmenswert dient der Ableitung der Abfindung. Für die Ableitung des Ausgleichs wurde unmittelbar der auf den technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2022[131] diskontierte Wert verwendet.

4. Bewertungsmethode

134 Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der Schaltbau-Gruppe nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt. Der Zukunftserfolgswert – und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung – ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt. Eine alternative Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen. Gleichwohl haben wir den Unternehmenswert parallel auch nach der DCF-Methode ermittelt und kommen zu demselben Ergebnis.

135 Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also unter Gesichtspunkten eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Hierbei wird von einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflüsse ausüben kann.

---

130 Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. C Tz. 82.
131 Vgl. Tz. 132.

136 Die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist gemäß Vorgaben des IDW S 1 so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst in Folge des Abschlusses des BGAV ergeben könnten („echte Synergieeffekte"), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind („unechte Synergieeffekte"), zu berücksichtigen sind. Positive Synergiepotentiale aus der Verbindung mit der Voltage BidCo als Mehrheitsaktionär bzw. deren unmittelbaren und mittelbaren Gesellschaftern sind nicht erkennbar. Dies hat uns die Geschäftsführung der Voltage BidCo explizit bestätigt.

137 Da die Aktien der Schaltbau Holding börsennotiert sind, darf der Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Abfindung nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht unberücksichtigt bleiben.[132] Verfassungsrechtlich ist im Einzelfall eine Abfindung unterhalb des Börsenkurses jedoch dann ausreichend, wenn der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.[133] Dies kann nach der Rechtsprechung des BGH[134] dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat und daher von einer Illiquidität der Aktie oder einer Marktenge gesprochen werden kann oder Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.

138 Der Bewertungsgutachter hat im vorliegenden Fall auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswerts verzichtet, da die Schaltbau Holding unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert auch aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem Liquidationswert liegen würde. Diese Vorgehensweise halten wir für valide. Hilfsweise verweist der Bewertungsgutachter auf den Umstand, dass das buchmäßige Eigenkapital zum 30. September 2021 vor Abzug von im Rahmen einer Liquidation nicht verwertbaren Positionen und Liquidationskosten nur einen Bruchteil des Ertragswerts bei Unternehmensfortführung beträgt.[135] Auch diese Argumentation ist gut nachvollziehbar.

139 Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung mit Börsen-Multiplikatoren[136] vorgenommen. Wir haben seine dazu

---

132 BVerfG vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.
133 Vgl. BVerfG, NJW 1991, 3769.
134 Vgl. BGH vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, a.a.O.
135 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 28.
136 Sog. Trading Multiples.

vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und um eigene Ermittlungen ergänzt.

140 Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Schaltbau-Gruppe als Basis der Ableitung von Ausgleich und Abfindung für angemessen.

5. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

a) Planungsprozess und Planungstreue

141 Der reguläre Planungsprozess der Schaltbau-Gruppe startet im Juli eines Jahres und endet mit der Genehmigung[137] durch den Aufsichtsrat Anfang Dezember des Jahres. Die regelmäßig erstellte Konzernplanung der Schaltbau Holding wurde bislang in einem mehrstufigen Bottom-up/Top-Down-Prozess für die nachfolgenden drei Geschäftsjahre und – entsprechend der Bilanzierung – nach den IFRS erstellt. Sie besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Bilanzen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen für die folgenden drei Geschäftsjahre. Alle voll konsolidierten Gesellschaften erstellen eigenverantwortlich Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Bilanzen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen. Der Umsatzplanung liegt dabei eine Planung von Auftragsbestand und möglichen künftigen Projekten nach Absatzmärkten und Produktgruppen zugrunde.

142 Die Planung umfasst dabei alle im Konzernabschluss voll konsolidierten Gesellschaften. Sie wird durch das zentrale Controlling der Schaltbau Holding zur Konzernplanung nach Segmenten zusammengefasst und plausibilisiert. Nach Besprechung mit den Segmentverantwortlichen erfolgt die endgültige Konsolidierung.

143 Aufgrund des Einstiegs von Carlyle im August 2021 hat der Vorstand entschieden den aktuellen Planungsprozess im Laufe des Herbst 2021 abweichend zum regulären Planungsprozesses zu verkürzen und eine Aktualisierung (Update) der – in dem regelmäßigen Planungsprozess des Vorjahres erstellten und im Dezember 2020[138] abgeschlossenen – Planung vorzunehmen. Hierzu haben die Planungsverantwortlichen der einzelnen Segmente für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 ihre GuV-Planung aus Dezember 2020 unter Berücksichtigung

---

137 Der Aufsichtsrat genehmigt das erste Planjahr, die weiteren zwei Planjahre werden zur Kenntnis genommen; im Folgenden kurz „genehmigt“.

138 Genehmigt durch den Aufsichtsrat am 2. Dezember 2020.

der aktuellen Geschäftsentwicklung aktualisiert und für das Geschäftsjahr 2024 fortgeschrieben. Bilanz- und Kapitalflussplanung wurden entsprechend aktualisiert.

144 Die so erstellte Planungsrechnung hat der Vorstand der Schaltbau Holding am 29. November 2021 verabschiedet und der Aufsichtsrat am 30. November 2021 genehmigt[139].

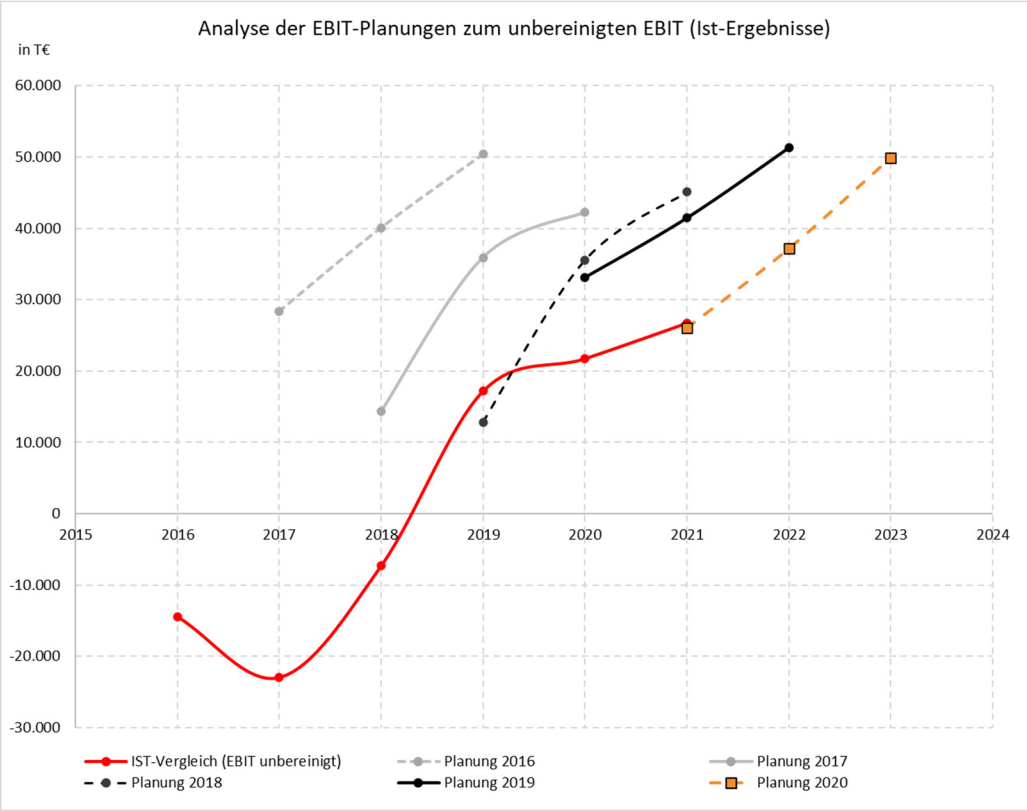
145 Der in der Bewertungspraxis übliche Vergleich von geplanten und realisierten Ergebnissen zur Gewinnung von Anhaltspunkten zur Würdigung der Qualität der Unternehmensplanung ist aus nachfolgenden Gründen in vorliegendem Fall von eingeschränkter Aussagekraft. Zum einen ist der Planungsprozess im Jahr 2021 in Folge des Eintritts des Mehrheitsaktionärs nicht vollständig mit dem der vorangegangenen Geschäftsjahre vergleichbar, so dass Rückschlüsse für die Zukunft nur eingeschränkt möglich sind. Zum anderen sind die Ist-Ergebnisse durch eine Vielzahl von Sondereinflüssen, insbesondere aufgrund der bis in das Geschäftsjahr 2019 andauernden wirtschaftlich angespannten Situation, der Covid-Pandemie sowie durch die Strategieanpassung in Folge des Vorstandswechsels beeinflusst. Im Übrigen ist die Planungsgenauigkeit beeinflusst durch die möglichen zeitlichen Verschiebungen von Großprojekten in öffentlichen Vergabeprozessen.

146 Der Bewertungsgutachter hat gleichwohl die Umsatzerlöse und EBIT gemäß Planungsrechnungen aus den Jahren 2015 bis 2020 den tatsächlich erzielten Werten gegenübergestellt[140]. Hieraus ergibt sich im Gesamtbild, dass die Planungen durchgehend eher ambitioniert waren, insbesondere die längerfristigen Planperioden betreffend. In jedem Fall ergeben sich keine Hinweise auf systematische Planüberschreitungen.

---

139 D.h. dem Budgetjahr 2022 zugestimmt und die Jahre 2023 und 2024 zur Kenntnis genommen.
140 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 48 f.

147 Um den Ambitionsgrad der vergangenen Planungen herauszuarbeiten, haben wir ergänzend das EBIT der Planungen aus den letzten drei Geschäftsjahren den unbereinigten Ist-EBIT (inkl. FC 2021) gegenübergestellt. Unsere Analyse ist in nachfolgender Graphik abgebildet:



148 Die unbereinigten EBIT stiegen nach 2017 kontinuierlich an; auch ist ein Einbruch der Wachstumsdynamik seit dem Ausbruch der Covid-Pandemie im Jahr 2020 zu erkennen.

149 Alle vorgelegten Planungen der Vergangenheit beinhalten relativ hohe Planergebnissteigerungen, die in den Jahren kurz nach Beginn der Restrukturierung, d.h. in den Planungen 2017 und 2018, etwas geringer ausfallen. Die letzten zwei Planungen aus 2019 und 2020 haben mit einem EBIT im letzten Planjahr von rd. 50 Mio. € wieder einen ähnlich hohen Ambitionsgrad wie frühere Planungen.

150 Die für das jeweils zweite und dritte Planjahr geplanten EBIT wurden in den Jahren 2017 bis 2021 nicht erreicht.

b) EBIT-Planung

151 Im Vergleich zur bereinigten Vergangenheit der letzten drei Geschäftsjahre stellt sich die EBIT-Planung der Schaltbau-Gruppe in den Jahren 2022 bis 2024 wie folgt dar:

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG - SCHALTBAU-GRUPPE

€'000	2019 Ist ber.	2020 Ist ber.	2021 FC	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	CAGR 21-24
Umsatzerlöse	504.615	502.343	530.798	566.458	592.586	621.058	5,4%
Bestandsveränderung	1.734	10.676	-10.399	1.901	-1.289	41	na.
Andere aktivierte Eigenleistungen	2.116	2.162	1.863	1.417	1.567	1.417	-8,7%
Gesamtleistung	**508.465**	**515.181**	**522.263**	**569.776**	**592.864**	**622.516**	**6,0%**
Materialaufwand	-260.484	-272.864	-262.939	-289.263	-292.236	-303.441	4,9%
Rohertrag	**247.980**	**242.317**	**259.323**	**280.513**	**300.627**	**319.075**	**7,2%**
Personalaufwand	-161.064	-167.183	-172.263	-181.537	-189.883	-197.012	4,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-45.022	-43.725	-43.361	-47.965	-49.171	-51.078	5,6%
Sonstige betriebliche Erträge	3.129	2.543	3.098	1.522	1.552	1.527	-21,0%
EBITDA	**45.023**	**33.952**	**46.797**	**52.534**	**63.125**	**72.512**	**15,7%**
Abschreibungen	-14.508	-15.294	-16.614	-19.430	-22.356	-23.145	11,7%
EBIT	**30.515**	**18.657**	**30.183**	**33.104**	**40.769**	**49.367**	**17,8%**
KPIs							
Umsatzveränderung	11,4%	-0,5%	5,7%	6,7%	4,6%	4,8%	
Rohertragsmarge (in % der Gesamtleistung)	48,8%	47,0%	49,7%	49,2%	50,7%	51,3%	
Personaleinsatzquote (in % der Gesamtl.)	-31,7%	-32,5%	-33,0%	-31,9%	-32,0%	-31,6%	
sbA-Quote (in % der Gesamtleistung)	-8,9%	-8,5%	-8,3%	-8,4%	-8,3%	-8,2%	
EBITDA-Marge (in % der Gesamtleistung)	8,9%	6,6%	9,0%	9,2%	10,6%	11,6%	
EBIT-Marge (in % der Gesamtleistung)	6,0%	3,6%	5,8%	5,8%	6,9%	7,9%	

Quelle: 7.22.1.1 2021 07 22_BP_AR.xlsx, FC 2021 GuV nach Segmenten.xlsx, I-ADVISE Analyse.

152 Die konsolidierte Entwicklung der Schaltbau-Gruppe ergibt sich aus der Planung der einzelnen Segmente[141].

ba) Umsatzerlöse und Gesamtleistung

153 Das gruppenweite jahresdurchschnittliche Umsatzwachstum von 5,4 % liegt auf dem Niveau der betrachteten Vergangenheit und in der Bandbreite des für die Peer Group-Unternehmen erwarteten Umsatzwachstums bzw. entspricht in etwa deren Mittelwert i.H.v. 5,5 %.

[141] Vor Anpassungen durch den Bewertungsgutachter; siehe hierzu auch Tz. 172 ff.

154 Die Umsatzentwicklung in den einzelnen Segmenten stellt sich im Vergleich zur Entwicklung der letzten Geschäftsjahre wie folgt dar:

SCHALTBAU-GRUPPE - UMSATZERLÖSE EINZELNER SEGMENTE

€'000	2019 Ist ber.	2020 Ist ber.	2021 FC	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	CAGR 21-24
Bode	262.684	258.707	242.709	259.140	270.140	273.300	4,0%
Schaltbau	155.456	140.949	153.364	164.846	173.417	192.730	7,9%
Pintsch	72.545	75.791	85.529	108.394	111.133	112.133	9,4%
SBRS	17.080	30.494	53.578	36.906	40.886	45.886	-5,0%
Holding & Konsolidierung	-3.150	-3.598	-4.381	-2.829	-2.991	-2.991	-12,0%
Schaltbau Gruppe	**504.615**	**502.343**	**530.798**	**566.458**	**592.586**	**621.058**	**5,4%**

Quelle: Gesellschaftseigene Planung, FC 09/2021, weitere gesellschaftseigene Auswertungen/Analysen Bewertungsgutachter.

155 Über die Detailplanungsphase bleibt das Segment Bode[142] das umsatzstärkste Segment der Schaltbau-Gruppe, wenngleich der Abstand zu dem zweitstärksten Segment Schaltbau[143] in Folge des dort geplanten überproportionalen Wachstums sinkt.

156 Die Planung für das Segment Bode sieht im Vergleich zur Gruppe ein unterdurchschnittliches Umsatzwachstum von rd. 4,0 % vor. Ursächlich hierfür sind im Wesentlichen

- ein weiter rückläufiges Automotive-Geschäft, insbesondere mangels Folgeaufträgen für Beschläge für einen größeren Automobilhersteller (rund -2,7 % CAGR 2021 - 2024)

- ein sich abschwächendes Wachstum im Bustürengeschäft infolge einer auch langfristig unterstellten eingeschränkten Reisetätigkeit nach der Covid-Pandemie, Insourcingmaßnahmen von Kunden sowie von Produktionsverlagerungen zur türkischen nicht konsolidierten BoDo (Joint Venture) und

- das insgesamt weniger dynamisch wachsende Geschäft im Rail-Markt, für den das erwartete Marktwachstum bis 2025 lediglich zwischen 2 bis 4 % liegt.

142 46 % (2021) bzw. 44 % (2024) der Umsatzerlöse vor Konsolidierungen.
143 29 % (2021) bzw. 31 % (2024) der Umsatzerlöse vor Konsolidierungen

157 Die Segmentverantwortlichen des Segments Schaltbau planen absolut gruppenweit das höchste Umsatzwachstum[144]. Dies ist auf folgende Annahmen gestützt:

- Das Segment Schaltbau erreicht innerhalb der Schaltbau-Gruppe den stärksten Internationalisierungsgrad.
- Aktuell entfallen 80 % der Umsatzerlöse auf den klassischen Bahnbereich und 20 % auf den Industriebereich; neben einer Anteilsverschiebung auf 50 % Bahn und 30 % New Energy/New Industry soll langfristig zusätzlich der Bereich Automotive mit 20 % Umsatzanteil aus- bzw. aufgebaut werden.
- Fortschreibung des Rail-Geschäfts in China auf konstantem Niveau, wenngleich die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen diese Annahme nicht stützen, da zum einen der Hauptkunde, ein staatliche Bahnbetreiber, hoch verschuldet ist und mit einer Erhöhung der zuletzt drastisch reduzierten Investitionen in die Infrastruktur nicht zu rechnen ist und zum anderen der Markt weitestgehend gesättigt ist.
- Deutliches Wachstum des New Energy/New Industry-Geschäfts, für das der Aufbau des Vertriebsteams noch erfolgen muss.
- Umsatzerlöse aus dem Hochlauf des e-Mobility/Automotive-Geschäfts werden erst nach Ablauf der Detailplanungsphase erwartet, wobei die Gesellschaft sich derzeit in Verhandlungen mit unterschiedlichen OEM befindet, der erste Referenzauftrag von PKW-Herstellern indes noch aussteht.

158 Für das drittgrößte Segment Pintsch wird in der Detailplanungsphase weiteres deutliches Wachstum von jahresdurchschnittlich 9,4 % unterstellt. Hierfür maßgeblich sind folgende wesentliche Entwicklungen und Annahmen:

- Mit einem Anteil von rd. 48 % per FC 09/2021 bzw. rd. 39 % im Planjahr 2022 bleibt die Produktgruppe Bahnübergangstechnik die umsatzstärkste. Das stetig gestiegene Umsatzvolumen soll in Folge bereits begonnener Projekte sowie der erwarteten zusätzlichen Nachfrage in Folge geplanter öffentlicher Investitionen in die

[144] Gemessen in CAGR 2021-2024 entspricht dieses dem zweitgrößten Wachstum von jahresdurchschnittlich rd. 8 %.

Modernisierung des deutschen Streckennetzes[145] weiter von rd. 35 Mio. € in 2020 auf rd. 47 Mio. € in 2023 steigen.

- Die Bedeutung der Produktgruppe Stellwerkstechnik nimmt in der Planung deutlich zu. Die Umsatzerlöse steigen von rd. 10 Mio. € in 2020 auf rd. 32 Mio. € in 2023. Ganz wesentlich trägt zu dieser Entwickelung das sog. Projekt „Zwieseler Spinne" bei. Hierbei handelt es sich um ein Pilotprojekt mit der Deutschen Bahn Netz AG, in dem im Zeitraum von Ende 2020 bis Ende 2023 ein neues digitales Stellwerk entwickelt und in Betrieb genommen wird. Im FC 9/2021 und der Detailplanungsphase sind hierfür in Summe Umsatzerlöse im zweistelligen Millionenbereich berücksichtigt. Im Übrigen soll der Umsatz in der Produktgruppe Stellwerkstechnik entsprechend des erwarteten weiteren Marktwachstums wachsen.

- In der Produktgruppe Lichttechnik ist die Versechsfachung des Umsatzes von rd. 1,3 Mio. € in 2020 auf rd. 7,5 Mio. € unterstellt, die maßgeblich auf die positive Entwicklung mit zwei (Neu)kunden zurück zu führen ist.

- Gegenläufig fallen Umsatzerlöse aus den Produktbereichen Heiz- und Beleuchtungstechnik sowie Industrie-Sensortechnik jeweils ab 2023 in Folge einer Trennung von diesen Geschäftsbereichen weg.

159 Das Umsatzniveau des Segments SBRS ist im Geschäftsjahr 2021 insbesondere in den Produktbereichen Modernisierungs- und Ersatzteilgeschäft (Refurbishment) und e-Mobility/Charging positiv durch eine Kumulation von Projekten verzerrt. Dadurch sinken die Umsatzerlöse in dem betrachteten Zeitraum von 2021 bis 2024 mit jahresdurchschnittlich 5 %. Bezogen auf das Basisjahr 2020 ergibt sich jedoch ein jahresdurchschnittliches Wachstum von 10,8 %. Wesentlich hierfür sind folgende Effekte und Annahmen:

- Nach einem in Folge von Sondereffekten des Geschäftsjahres 2021 erwarteten Umsatzrückgang in 2022 für 2023 wird weiteres, oberhalb des Marktwachstum liegendes Wachstum in der Produktgruppe Modernisierungs- und Ersatzteilgeschäft unterstellt.

---

145 Im Rahmen des zwischen der Bundesregierung und der Deutschen Bahn verabschiedeten Investitionspakets.

- Nach dem im Vergleich zum außergewöhnlichen Geschäftsjahr 2021 für 2022 unterstellten Umsatzrückgang plant das Segment für den Bereich e-Mobility/Charging trotz steigenden Wettbewerbsdrucks weiteres Wachstum in 2023 und 2024.

160 In Überleitung zur Gesamtleistung sind neben den relativ unbedeutenden anderen aktivierten Eigenleistungen die Bestandsveränderungen zu berücksichtigen. Unter Berücksichtigung der auf Sondereffekte des Geschäftsjahres 2020[146] zurück zu führenden außergewöhnlich hohen Bestandsminderung in 2021 liegt die Steigerung der Gesamtleistung mit jahresdurchschnittlich 6 % über dem Umsatzwachstum.

bb) Materialaufwand und Rohertrag

161 Der Materialaufwand beinhaltet neben Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen auch Aufwendungen für bezogene Leistungen, unter denen Leiharbeiter oder andere extern bezogene Dienstleistungen wie Ingenieurs-, Montageleistungen oder Tiefbauarbeiten subsumiert werden. Die Materialaufwandsquote variiert zwischen den einzelnen Segmenten und dort zwischen den einzelnen Produktbereichen z.T. erheblich. Insgesamt unterstellt die Planung eine Verbesserung der Rohertragsmarge[147] um rd. 3 Prozentpunkte gegenüber dem Durchschnitt der betrachteten Vergangenheit auf 51,3 %. Hierzu tragen wesentlich die Segmente Schaltbau und Bode bei. Demgegenüber wird im Segment Pintsch damit gerechnet, dass die im Anschluss an das Projekt Zwieseler Spinne erwarteten Projekte eine ähnlich hohe Zukaufsquote und damit vergleichsweise höhere Materialaufwandsquote beinhalten.

162 Vor dem Hintergrund der aktuellen globalen Probleme in den Lieferketten sowie steigender Rohstoff- und Energiepreise erscheint diese Planannahme zum Materialaufwand eher ambitioniert, da sie eine Rückkehr der Beschaffungsmärkte auf das alte Niveau bzw. eine vollständige Überwälzbarkeit steigender Beschaffungspreise auf die Kunden gepaart mit Einsparmaßnahmen wie z.B. Double-Sourcing und (kosteneffizienten) Produktmixverschiebungen unterstellt. Hierzu zählen insbesondere

- der höhere Anteil des After-Sales-Geschäfts im Segment Bode und
- Einsparpotentiale im Segment Bode, die noch nicht durch Maßnahmen hinterlegt sind.

---

146 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 55 f.
147 Im Verhältnis zur Gesamtleistung.

bc) Personalaufwand

163 Nach dem Materialaufwand stellt der Personalaufwand den zweitgrößten Kostenblock dar. Er steigt unterproportional zu den Umsatzerlösen (CAGR 2021 - 2024 4,6 %). Diese Entwicklung resultiert daraus, dass über die gesamte Schaltbau-Gruppe betrachtet im Planjahr 2023 ein leichter Personalaufbau mit Fokus im produktiven Bereich und ab 2024 quasi kein weiterer Personalaufbau geplant ist. Dabei sind Gehaltssteigerungen in üblicher Höhe von 2 % bis 3 % angesetzt.

bd) Sonstige betriebliche Aufwendungen und Erträge

164 Die geplanten sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten im Wesentlichen Erträge aus Sachbezügen für Kfz-Nutzung sowie Mieterträge für eine Immobilie. Die Planung auf einem konstanten Niveau ist plausibel.

165 Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verhalten sich zur Gesamtleistung relativ konstant. Einzelne Effekte beschreibt das Bewertungsgutachten zutreffend.[148]

be) EBITDA/EBIT

166 Die Planung der Gesellschaft sieht eine deutliche Steigerung des EBITDA bzw. EBIT vor. Im letzten Planjahr sollen sich das EBITDA mit 72.512 T€ und das EBIT mit 49.367 T€ im Vergleich zum letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr 2020 jeweils mehr als verdoppeln.

167 Wesentlich trägt hierzu nach dem stark durch die Covid-Pandemie beeinflussten Geschäftsjahr 2020 das Segment Bode bei. Folgende Effekte sind dabei hervorzuheben:

- Abbau von Verwaltungsstellen in Kassel
- Verlagerung von Teilen der Produktion des Bustüren- und Schienengeschäftsfelds nach Polen und in die Türkei.

168 In dem Segment Schaltbau führen nach den durch die Covid-Pandemie beeinflussten Jahren 2020 und 2021 folgende Effekte zu einer Erholung des EBIT, das im Jahr 2024 mit 26,7 Mio. € wieder ein Niveau wie vor Corona erreicht:

---

148 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 58.

- höhere Automatisierung durch neues Werk in Velden mit der Ausnutzung von Skaleneffekten und der in 2024 zusätzlich vollständig funktionierenden Automatisierung des Logistikbereichs und damit deutlichen Verbesserung der Personalkostenquote

- Wachstum im geringermargigen Geschäft, d.h. New-Energy und Automotive.

169 Auch im Segment Pintsch sind deutliche Ergebnisverbesserungen geplant. Dabei soll die EBIT-Marge[149] von 7,3 % in 2021 auf 9,1 % in 2024 steigen. Folgende Planannahmen sind hierfür ursächlich:

- konstante geplante Materialaufwandsquote trotz materialintensiverem Produktmix und derzeit zu beobachtenden Preissteigerungen

- Steigerung der Umsatzerlöse je Mitarbeiter.

170 Der Bewertungsgutachter würdigt die Planungsrechnung der Schaltbau-Gruppe nach Segmenten, Wettbewerbsumfeld und einzelnen Werttreibern sehr dezidiert und kommt insgesamt zu dem Ergebnis, dass diese, insbesondere für das letzte Planjahr, ambitioniert sei.[150]

171 Unter Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken der Schaltbau-Gruppe[151] halten wir die Planung ebenfalls für ambitioniert. Insbesondere die deutliche Steigerung der EBIT-Marge auf ein in der betrachteten Vergangenheitsperiode nie erreichtes Niveau ist vor dem Hintergrund des Wettbewerbs- und Preisdrucks auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten optimistisch.

c) Bewertungssystematische Anpassung des geplanten EBIT

172 Für Ackerflächen der Rawag Sp. z.o.o., Rawicz, Polen[152] sowie ein der Schaltbau-Gruppe über die BoDo zu 50 % zuzurechnendes zurzeit nicht genutztes Grundstück hat der Bewertungsgutachter fiktive Mieterträge i.H.v. 80 T€ p.a. angesetzt.[153]

---

149 In Bezug zur Gesamtleistung.
150 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 61 ff.
151 Vgl. Tz. 127.
152 „Rawag Sp. z.o.o.“.
153 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 57.

173 Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter die aus Kapitalkonsolidierungen der Vergangenheit resultierenden Abschreibungen eliminiert, da sie rein buchhalterischen Charakter haben.[154]

ÜBERLEITUNG EBIT - SCHALTBAU-GRUPPE

€'000	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan
EBIT gem. Planung der Gesellschaft	33.104	40.769	49.367
Bewertungssystematische Anpassungen			
Fiktive Mieterträge (sbE)	80	80	80
Eliminierung Abschreibungen auf PPA	619	509	300
EBIT für Bewertungszwecke	**33.803**	**41.358**	**49.747**

Quelle: Bewertungsmodell Bewertungsgutachter.

d) Nachhaltiges operatives Ergebnis und Investitionsquote

174 Der Bewertungsgutachter hat zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) die künftige Ertragskraft der Schaltbau-Gruppe bei angenommener unendlicher Fortführung abgeschätzt. Dabei ist er wie folgt vorgegangen.

175 Da sich das Geschäftsmodell der einzelnen Segmente zum Bewertungszeitpunkt in einem unterschiedlichen Reifegrad befindet und die erwarteten Markt- und Wettbewerbsbedingungen unterschiedlich sind, hat der Bewertungsgutachter im Dialog mit den Planungsverantwortlichen der Segmente und dem Vorstand der Schaltbau Holding segmentspezifische Überlegungen angestellt. Zur Abbildung der über die Detailplanungsphase hinausgehend erwarteten Umsatz- und EBIT-Steigerungen hat er segmentspezifisch das nachhaltige Umsatz- und EBIT-Niveau auf Basis der strategischen Zielwerte für die Geschäftsjahre bis 2026 aus März 2021, ergänzt um Erkenntnisse des aktuellen Planungsupdates sowie das langfristig erwartete nachhaltige Wachstum, entwickelt. In Abhängigkeit vom zeitlichen Horizont einzelner Entwicklungen in den Segmenten bzw. einzelnen Produktbereichen reichen die hierfür erforderlichen Übergangsjahre bis maximal zum Jahr 2028.

176 Das spätestens hiernach, d.h. nach Eintritt des jeweiligen eingeschwungenen Zustands, erwartete nachhaltige Umsatz- und Ergebniswachstum hat der Bewertungsgutachter, insbesondere unter Berücksichtigung des verstärkt erwarteten Wettbewerbs- und Preisdrucks, mit 1,00 % angesetzt.

---

154 Vgl. auch Bewertungsgutachten, S. 58.

177 Das abgebildete nachhaltige Umsatzniveau bzw. Ergebnis (für die Jahre 2025 ff.) verdichtet nachstehend segmentspezifisch erläuterte Effekte bis 2028 inkl. des eingeschwungenen Zustands für 2029 ff. in einer gleichwertigen Annuität. Maßgeblich waren für die Ableitung folgende segmentspezifische Besonderheiten bzw. Erwartungen.

178 Für das Segment Bode ist nach Einschätzung des Segmentverantwortlichen und des Vorstands der Schaltbau Holding das Umsatzniveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase bereits repräsentativ, um dieses in die ewige Rente zu überführen. Die für dieses Jahr geplante und in der Vergangenheit unerreichte EBIT-Marge wird trotz der Skalennachteile und der gegenüber dem Wettbewerb vergleichsweise hohen Personalkosten auch nachhaltig angesetzt.

179 Im Segment Schaltbau, für das die größte Wachstumsdynamik erhofft wird, steigt das Umsatzvolumen von 192,7 Mio. € in der letzten Detailplanungsperiode (2024) bis 2028 weiter sehr deutlich. Ein nicht unwesentlicher Teil dieses Wachstums soll aus dem Automotive-Geschäft resultieren, wofür die Investitionen in die NExT Factory bereits in der Planung berücksichtigt sind. Der verbleibende Anteil wird maßgeblich im Bereich New Energy/New Industry erwartet. Fraglich ist, ob es gelingt, den dafür erforderlichen Vertrieb aufzubauen und entsprechende Aufträge zu gewinnen. In Folge der Verlagerung des Geschäfts von dem höhermargigen Rail- zum geringermargigen Automotive-Geschäft liegt die über alle Produkte gewichtete nachhaltig voraussichtlich erzielbare EBIT-Marge unterhalb des Durchschnittsniveaus der Vergangenheit, allerdings nur leicht unterhalb des Niveaus des letzten Detailplanungsjahrs.

180 Für das Segment Pintsch ist aus Folgeprojekten aus dem derzeitigen Projekt Zwieseler Spinne bzw. der Digitalisierungsvorhaben der Deutschen Bahn über das letzte Detailplanungsjahr hinaus weiteres Wachstum berücksichtigt. Auf das so erhöhte Umsatzniveau hat der Bewertungsgutachter die EBIT-Marge aus 2024 unverändert angewandt.

181 Für das Segment SBRS ist nach Einschätzung des Segmentverantwortlichen und des Vorstands der Schaltbau Holding das Umsatzniveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase bereits repräsentativ, um dieses in die ewige Rente zu überführen. Die nachhaltige EBIT-Marge hat der Bewertungsgutachter nach Diskussion mit dem Vorstand der Schaltbau Holding gegenüber dem letzten Planjahr 2024 leicht reduziert, da hier mit steigendem Wettbewerbsdruck zu rechnen ist.

182 Das Umsatzniveau erreicht bis 2028 über alle Segmente damit ein Niveau von rd. 743 Mio. € und ein EBIT i.H.v. rd. 61 Mio. € (entspricht EBIT-Marge von 8,2 %). Diese EBIT-Marge liegt

über der des letzten Planjahrs; und dies trotz veränderten Produktmixes im Segment Schaltbau mit steigendem Anteil von geringermargigem Geschäfts.

183 Wir haben die segmentspezifischen Annahmen zur Ableitung des nachhaltigen Umsatz- und Ergebnisniveaus mit den Segmentverantwortlichen und dem Vorstand der Schaltbau Holding diskutiert. Ferner haben wir die rechnerische Ermittlung des gruppenweiten nachhaltigen Umsatzes und EBIT nachvollzogen.

184 Das in der Unternehmensbewertung angesetzte langfristig unterstellte Umsatz- und Ergebniswachstum von 1,00 % halten wir für angemessen.

185 Die nachhaltige Investitionsquote[155] hat der Bewertungsgutachter auf Basis der historischen Investitionsquoten der Segmente für die Jahre 2016 bis 2020 und aktueller Einschätzungen der Segmentverantwortlichen abgeschätzt. Der so ermittelte Wert deckt sich mit dem historischen Niveau der Schaltbau-Gruppe von 2011 bis 2023, wobei in diesen Zeitraum auch der Restrukturierungszeitraum von 2016 bis 2018 mit geringeren Investitionsquoten einfließt. Ferner liegt die so ermittelte Investitionsquote deutlich unter dem Mittelwert der für die Peer-Group-Unternehmen über einen Zeitraum von 10 Jahren erhobenen Werte.

---

155 Im Verhältnis zu den Umsatzerlösen.

e) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

ea) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

186 Auf Basis der Unternehmensplanung, den bewertungssystematischen Anpassungen und inklusive des nachhaltigen operativen Ergebnisses ergibt sich folgende Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern, die wir in den nachfolgenden Kapiteln weiter erläutern:

ABLEITUNG NETTOAUSSCHÜTTUNGEN - SCHALTBAU-GRUPPE				
T€	2022 PLAN	2023 PLAN	2024 PLAN	2025ff. TV
EBIT (nach bewertungssystematischen Anpassungen)	**33.803**	**41.358**	**49.747**	**58.719**
EBIT-Marge in % vom Umsatz	*6,0%*	*7,0%*	*8,0%*	*8,2%*
Finanzergebnis	**-6.560**	**-5.401**	**-3.867**	**-3.254**
davon				
Beteiligungsergebnis	1.042	1.076	1.135	1.153
Zinsergebnis	-7.602	-6.477	-5.002	-4.408
EBT	**27.243**	**35.956**	**45.880**	**55.465**
Ertragsteuern	-5.058	-7.357	-10.638	-14.113
Ertragsteuern in % vom EBT	*18,6%*	*20,5%*	*23,2%*	*25,4%*
Auf nicht beherrschte Anteile entfallendes Ergebnis (Minderheiten)	-2.651	-2.437	-2.199	-2.234
Konzernjahresüberschuss (nach Minderheiten)	**19.533**	**26.162**	**33.044**	**39.117**
Wachstumsthesaurierung				-2.049
Innenfinanzierung	-19.533	-26.162	-33.044	
Brutto-Ausschüttungspotenzial (1)	**-**	**-**	**-**	**37.068**
Ausschüttungsquote (bezogen auf den Konzern-Jahresüberschuss)	0,0%	0,0%	0,0%	45,0%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	-	-	-	17.603
Dividendenbesteuerung, inkl. Ausschüttungen aus stl. Einlagekonto (2)	**-**	**-**	**-**	**-4.463**
Dividendenbesteuerung in %				*25,35%*
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	19.465
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	**-**	**-**	**-**	**-2.567**
Veräußerungsgewinnbesteuerung in %				*13,19%*
Bemessungsgrundlage inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerung	-	-	-	6.387
Inflationsbedingte Veräußerungsgewinnbesteuerung (4)	**-**	**-**	**-**	**-842**
Inflationsbedingte Veräußerungsgewinnbesteuerung in %				*13,19%*
Nettoausschüttung (1) - (2) - (3) - (4)	**-**	**-**	**-**	**29.196**

Quelle: Bewertungsgutachten Ebner Stolz, eigene Darstellung.

eb) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile

187 Das Finanzergebnis beinhaltet auch Beteiligungserträge für alle nicht konsolidierten Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen, um die der Bewertungsgutachter die Planung der Gesellschaft ergänzt hat.[156] Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht. Wir haben die Ermittlung auf Vollständigkeit und angemessene Höhe hin überprüft.

188 Der Bewertungsgutachter hat das übrige Finanzergebnis – basierend auf der FC-Bilanz zum 31. Dezember 2021 – auf Basis einer integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet.

189 Das Zinsergebnis setzt sich zusammen aus unwesentlichen Zinserträgen für Wertpapieranlagen und Zinsaufwendungen für zinstragende Verbindlichkeiten bzw. Rückstellungen. Die zinstragenden Verbindlichkeiten gemäß der FC-Bilanz zum 31. Dezember 2021 hat der Bewertungsgutachter um nicht bilanzierte Positionen, die zu Zinsaufwand führen, d.h. Factoring, Avale und Zinsswaps ergänzt. Darüber hinaus ist Zinsaufwand für die fiktiv unterstellte Ablösung der Pensionsverpflichtungen durch ein fristenkongruentes Darlehen unterstellt.

190 Die betriebsnotwendige Liquidität und die nicht auskehrbare Liquidität („trapped cash") ausländischer Gesellschaften ist aufgrund der aktuellen Kapitalmarktverhältnisse nicht verzinslich. Darüberhinausgehende Liquiditätszuflüsse werden bewertungstechnisch – abweichend von den vertraglichen Regelungen – zur frühzeitigen Tilgung des Darlehens der Voltage BidCo verwendet. Dies ist aus Sicht der außenstehenden Aktionäre vorteilhaft.

191 Bei der Revalutierung von Leasing- und Darlehensverbindlichkeiten nimmt der Bewertungsgutachter in Folge der geringeren Verschuldung und der teilweisen Verbesserung der Finanzierungskonditionen geringere Zinsaufwendungen an.

192 Wir halten die Ableitung des Finanzergebnisses und die Vorgehensweise für sachgerecht. Die dabei verwendeten Parameter entsprechen den aktuellen und erwarteten Finanzierungskonditionen der Gesellschaft und sind nachvollziehbar. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen verifizieren.

193 Die Unternehmenssteuern werden durch die Schaltbau Holding zentral für die einzelnen deutschen Organkreise ermittelt. Hierbei werden die steuerlichen Verlustvorträge und die

---

156 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 59; für die BoDo beinhaltete die Planung bereits Beteiligungserträge.

latenten Steuern auf Buchwertunterscheide zwischen den IFRS-Werten und Steuerwerten auf einzelne Vermögenswerte und Schulden berücksichtigt.

194 Für die Detailplanungsphase hat der Bewertungsgutachter die Steuerplanung der Gesellschaft bzw. den so ermittelten Ertragsteueraufwand für die deutschen Gesellschaften unverändert in das Bewertungsmodell übernommen. Aufgrund der Tatsache, dass die bewertungssystematischen Anpassungen und die Modifikationen einen EBT-erhöhenden Effekt haben, wirkt diese Vorgehensweise nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre. Für die ausländischen Gesellschaften hat er die Steuerbelastung auf Basis der geplanten Ergebnisse ermittelt. Bestehende Verlustvorträge werden aufgebraucht. Vereinfachende Annahmen wurden nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre getroffen.

195 In Folge des Verbrauchs vorhandener und nutzbarer Verlustvorträge in den ersten Jahren der Detailplanungsphase steigt der effektive Unternehmenssteuersatz über die Planperioden von 18,6 % im Jahr 2022 auf 25,4 % im Jahr 2025ff. an.

196 Für vollkonsolidierte Gesellschaften, an denen die Schaltbau Holding weniger als 100 % der Anteile hält, ist ein Abzug vom Jahresergebnis für die Anteile von Minderheiten vorzunehmen. Aktuell betrifft dies die Gesellschaften XIAN[157], Rawag Sp. z.o.o. und SPII S.p.A.[158] Da der Minderheitsgesellschafter der SPII S.p.A. dem Vorstand der Schaltbau Holding die Absicht erklärt hat, im Mai nächsten Jahres von seiner Put-Option Gebrauch zu machen, hat der Bewertungsgutachter ab dem Planjahr 2022 auf einen Abzug für Minderheitenanteile für diese Gesellschaft verzichtet.

197 Infolge des vollständigen Erwerbs der Anteile an der SPII S.p.A. sowie der geplanten Ergebnisverschlechterungen für die XIAN sinkt der Anteil der Minderheiten am Ergebnis in der Detailplanungsphase von 29 % in 2021 auf 5 % bei Übergang in die ewige Rente. Diesen Anteil hat der Bewertungsgutachter in die Nachhaltigkeit fortgeschrieben. Die Vorgehensweise ist inhaltlich und rechnerisch nachvollziehbar.

---

157 Xi'an Schaltbau Electric Corporation Ltd., Xi'an Shaanxi/China.
158 SPII S.p.A., Saronno/Italien.

ec) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer

198 Grundsätzlich ist bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Planungszeitraum primär auf die Unternehmensplanung zurückzugreifen und erst für die ewige Rente ein zur Anlage in ein Aktienportfolio äquivalentes Ausschüttungsverhalten anzunehmen. Die Gesellschaft hat aufgrund des über die Detailplanungsphase andauernden Investitionsbedarfs, insbesondere in Folge der Errichtung der „NExT Factory" im Segment Schaltbau, keine Ausschüttungen geplant. Auch die Mehrheitsaktionärin beabsichtigt vor diesem Hintergrund nicht, die Gesellschaft zur Zahlung einer Dividende zu veranlassen.[159]

199 Dementsprechend hat der Bewertungsgutachter keine Ausschüttungen in der Detailplanungsphase berücksichtigt. Nach Finanzierung des Netto-Umlaufvermögens und der Investitionen verbleibende Mittel hat er annahmegemäß zur Rückführung von Fremdkapital verwendet. Dadurch verbessert sich zum einen das Finanzergebnis. Zum anderen sinkt infolgedessen der Verschuldungsgrad, was geringere Kapitalisierungszinssätze zur Folge hat. Eine alternativ denkbare Verwendungsfiktion[160] führt zu keinem höheren Unternehmenswert.

200 Für die Übergangsjahre (2025 bis 2028)[161]und die ewige Rente ab 2029 hat der Bewertungsgutachter einheitlich eine typisierte Ausschüttungsquote von 45 % angenommen. Diese Ausschüttungsquote leitet der Bewertungsgutachter anhand des durchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens der Peer-Group-Unternehmen ab. Unsere Untersuchungen stützen diese nachhaltige Ausschüttungsquote.

201 Der nach Abzug der Wachstumsthesaurierung verbleibende Anteil der ausschüttbaren Beträge wird bei der Diskontierung der Nettoausschüttungen unmittelbar in dem Jahr berücksichtigt, in dem der entsprechende Jahresüberschuss erzielt wird.

202 Für die steuerliche Behandlung auf Anteilseignerebene unterscheidet der Bewertungsgutachter zwischen dem Wertbeitrag aus Ausschüttung und einem Wertbeitrag aus Thesaurierung. Der Bewertungsgutachter hat bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttung grundsätzlich den Einkommensteuersatz auf Dividenden einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % (Abgeltungsteuer)

---

159 Vgl. freiwilliges Delisting-Erwerbsangebot vom 16. November 2021, S. 37, 56.

160 Periodengleiche fiktiv unmittelbare Hinzurechnung der nicht an die Anteilseigner als ausgeschüttet behandelten Beträge.

161 Nachfolgend auch „Übergangsphase" oder „Konvergenzphase".

angewandt. Dies gilt allerdings insoweit nicht, als Einlagen der Aktionäre zurückgewährt werden; d.h. das steuerliche Einlagekonto wird in der Übergangsphase, so lange rechtlich zulässig, verwendet. Diese Ausschüttungen sind entsprechend steuerfrei.

203 Hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass dieser den Aktionären unter Berücksichtigung der steuerlichen Konsequenzen auf Anteilseignerebene unmittelbar zufließt. Der Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde daher um den halben Abgeltungssteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlags von zusammen 13,18 % vermindert. Diesen pauschalen Veräußerungsgewinnbesteuerungssatz hat er auch auf die Wertzuwächse in der Übergangsphase und ewigen Rente angewandt, wohingegen er auf die Anwendung auf die Wertzuwächse in der Detailplanungsphase zur Komplexitätsreduktion und zugunsten der außenstehenden Aktionäre verzichtet hat.

204 In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums einen Thesaurierungsbetrag von rd. 2 Mio. € als erforderlich angesehen. Dieser Thesaurierungsbetrag wurde in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,0 % bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase veranschlagt. Mit der Maßgabe, dass das nachhaltige Wachstum nur durch Investitionen und die damit einhergehende Finanzierung erzielt werden kann, halten wir diese Vorgehensweise für sachgerecht.

205 Die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung der Ausschüttungen und der Berücksichtigung persönlicher Steuern sind nach unseren Feststellungen angemessen.

6. Kapitalisierungszinssatz

206 Der Ertragswert eines Unternehmens wird durch Diskontierung der geplanten zukünftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage. Der Zahlungsstrom der Alternativanlage soll dabei hinsichtlich der zeitlichen Struktur, des Risikos und der Besteuerung vergleichbar sein mit dem Zahlungsstrom, der den Anteilseignern des zu bewertenden Unternehmens zusteht.

207 Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.[162] Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt gemäß folgender Formel:

$$r_{EK} = r_f + (r_M \times \beta_{EK})$$

r_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

r_f = risikofreier Zinssatz (Basiszinssatz)

r_M = Marktrisikoprämie

β_{EK} = Betafaktor des EK (unter Berücksichtigung der Verschuldung)

208 Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz in aller Regel um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

---

[162] Vgl. IDW S 1, Tz. 114 f. und Tz. 92.

a) Basiszinssatz

209 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen.

210 Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.[163]

211 Als Datenbasis kann dabei auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurückgegriffen werden. Dabei handelt es sich um Schätzwerte nach der Svensson-Methode, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen etc.) ermittelt werden. Die so ermittelte Zinsstrukturkurve bildet laufzeitäquivalente Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Diese lassen sich finanzmathematisch in einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz überführen.

212 Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler empfiehlt der Fachausschuss für Betriebswirtschaft (FAUB), nicht die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen, sondern periodenspezifische Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu verwenden.[164] Weiterhin empfiehlt der FAUB, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze im Regelfall den für eine Restlaufzeit von 30 Jahren ermittelten Zinssatz als nachhaltigen Schätzwert anzusetzen sowie den einheitlichen Basiszinssatz auf ¼ Prozentpunkte zu runden.[165] Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt.[166] Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds empfiehlt der FAUB bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden.[167]

213 Der Bewertungsgutachter legt der Ermittlung des Basiszinssatzes die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichen Schätzungen der täglichen Zinsstrukturkurven für einen Dreimonatszeitraum vor dem Ende seiner Bewertungsarbeiten von Anfang September 2021 bis

---

163 Vgl. IDW S 1, Tz. 116.

164 Vgl. FN-IDW 2008, S. 491; zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff., OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juli 2016, 21 W 21/14, https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190018674 (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

165 Vgl. FAUB, FN-IDW 2008, S. 490 f.

166 Z.B. Beschluss des OLG Saarbrücken vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

167 Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

Ende November 2021 zugrunde. Auf dieser Basis wurden für hypothetische Zerobonds mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren Zinssätze geschätzt. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung wurden die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert fortgeschrieben. Unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0 % wurde ein für alle Planjahre barwertäquivalenter, einheitlicher Basiszinssatz vor Ertragsteuern auf volle 1/10-Prozentpunkte gerundet und in Höhe von 0,10 % hergeleitet. Dieser gerundete Basiszinssatz vor Ertragsteuern wurde mit einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag) in Höhe von 26,38 % vom Bewertungsgutachter korrekt in eine Nachsteuergröße von gerundet 0,07 % umgerechnet.

214 Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes nachvollzogen und uns von der rechnerischen Richtigkeit überzeugt. Auf Basis aktuellerer Berechnungen für einen 90-tägigen Zeitraum vor dem 6. Dezember 2021 würde sich rechnerisch vor Rundung ein höherer Basiszinssatz von 0,14 % vor persönlichen Steuern ergeben.

215 Bei der Überprüfung, ob die Abfindung zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 3. Februar 2022 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung des dann zurückliegenden Drei-Monats-Zeitraums neu zu bestimmen wäre. Eine Änderung des Unternehmenswerts muss damit nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären. Der Bewertungsgutachter hat vorsorglich die isolierten Auswirkungen einer Erhöhung des Basiszinssatzes auf 0,2 % bzw. 0,3 % auf den Wert je Aktie[168] sowie die Ausgleichzahlung[169] dargestellt. Diese Ermittlungen haben wir verifiziert.

216 Der bei der Bewertung der Schaltbau Holding angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 0,10 % vor bzw. 0,07 % nach Abzug der typisierten Ertragsteuerbelastung wurde zutreffend ermittelt.

---

168 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 117 ff.
169 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 129 ff.

b) Risikozuschlag

ba) Anwendung des Tax-CAPM

217 Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Dabei ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).[170] Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden.[171] Beide Methoden sind ineinander überführbar. In der Praxis wird die Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.[172]

218 Im Rahmen objektivierter Bewertungen eignen sich Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das darauf aufbauende Tax-CAPM zur Ableitung des Risikozuschlags, weil diese Kapitalmarktmodelle Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ableiten.[173] Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. Nach dem CAPM bzw. Tax-CAPM wird die Höhe des Risikozuschlags als Produkt der Modellparameter Marktrisikoprämie und Betafaktor ermittelt.

219 Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch 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.[174] Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem Basiszinssatz und

---

170 Vgl. IDW S 1, Tz. 88.
171 Vgl. IDW S 1, Tz. 89.
172 Vgl. IDW S 1, Tz. 90.
173 Vgl. IDW S 1, Tz. 92, 118.
174 Vgl. IDW S 1, Tz. 119.

Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden. Das Tax-CAPM liefert für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Erklärungskontext. Nicht zuletzt deshalb ist das CAPM trotz aller Kritik weiterhin das in der Bewertungspraxis präferierte Modell für die Ableitung des Risikozuschlags. Diese Auffassung wird in der jüngeren Rechtsprechung ganz überwiegend geteilt.[175]

220 Die Anwendung des Tax-CAPM durch den Bewertungsgutachter ist daher sachgerecht.

bb) Marktrisikoprämie

221 Die Marktrisikoprämie ist die durchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex, wie zum Beispiel den CDAX oder den MSCI World Index, abgebildet werden. Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern, die mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie transformiert wird, zusammen.[176]

222 Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern unter Verweis auf die aktuelle Empfehlung des FAUB in Höhe von 5,75 % festgelegt.[177]

223 Der FAUB analysiert regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes bei Unternehmensbewertungen aus unterschiedlichem Anlass. Er gibt hierauf basierend quantitative Empfehlungen zur Bemessung der Marktrisikoprämie vor und nach

---

175 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt, 6. Dezember 2021; OLG Frankfurt vom 17. Januar 2017, 21 W 37/12, AG 2017, 626 ff. sowie vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Karlsruhe vom 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 76, http://lrbw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=22730 (Abruf zuletzt vom 30. November 2021) sowie vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O; OLG München vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, OLG München, Beschluss vom 18.02.2014 - 31 Wx 211/2013 - openJur (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

176 Vgl. IDW S 1, Tz. 120.

177 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 79.

persönlichen Steuern. Dabei folgt er einem pluralistischen Ansatz, dessen Elemente und Berechnungen er im Einzelnen in einem Beitrag offengelegt und erläutert hat.[178]

224 Zum Bewertungszeitpunkt hielt der FAUB es bei Unternehmensbewertungen, in denen eine Veräußerungsgewinnbesteuerung berücksichtigt wird, unter Berücksichtigung der aktuellen Marktverhältnisse und Zugrundelegung des Tax-CAPM weiterhin für sachgerecht, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Höhe von 5,0 % bis 6,5 % anzusetzen.[179] Der Mittelwert dieser Bandbreite beträgt 5,75 %. Der vom Bewertungsgutachter festgelegte Wert der Marktrisikoprämie entspricht demnach dem Mittelwert dieser Bandbreite.

225 Unabhängig von den Erwägungen und Ermittlungen des FAUB haben wir eigene Studien zur impliziten Marktrisikoprämie für verschiedene Märkte erstellt.[180] Da die Marktrisikoprämie die Entwicklung der Kapitalmärkte angemessen widerspiegeln sollte, sind für die Kapitalmarktteilnehmer nicht nur die über Zeiträume von mehreren Jahrzehnten tatsächlich erzielten historischen Marktrisikoprämien (Überrenditen) relevant, sondern auch die erwarteten impliziten Marktrisikoprämien aus aktuellen Perioden. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Erhebungen halten wir die Festlegung der Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,75 % in der Mitte der Bandbreite für Zwecke der Abfindungsbemessung für angemessen.

226 Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren" Unternehmenswerten führe.[181] Das OLG Düsseldorf wertet die Verlautbarungen des FAUB nach ständiger Rechtsprechung als „anerkannte Expertenauffassung", die eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmens-

---

178 Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

179 Vgl. auch Ergebnisbericht-Online über Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019.

180 Vgl. Beumer/Jürgens, Implizite Marktrisikoprämien und Marktrenditen von 2008 bis 2018, BewP 2019, S. 71 ff. bzw. Update Marktrisikoprämien von 2008 bis 2019, BewP 2020, S. 9 ff.; Beumer/Jürgens, Optimistische Erwartungen – aber steigende Marktrisikoprämien, in M&A Review 7/8 2020, S. 228-231; Beumer, CF 2015, S. 340, Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung.

181 Vgl. OLG Frankfurt a.M. vom 26. Januar 2017, 21W75/15, https://betriebs-berater.ruw.de/bilanzrecht/urteile/Beschluss-vom-26.1.2017-21-W-7515-35929 (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

werts bildeten.[182] Auch das LG München I und das OLG München orientieren sich unter vertieften Überlegungen zur Gesamtrenditeerwartung aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie an den Empfehlungen des FAUB.[183]

227 Der Bewertungsgutachter ermittelt im vorliegenden Bewertungsfall – entsprechend der vom OLG München vorgetragenen Überlegungen zu Gesamtrenditeerwartungen von 7,0 % bis 9,0 % vor persönlichen Steuern – eine sich rechnerisch ergebende Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 6,35 %, die nahe an der Obergrenze der derzeitigen Bandbreitenempfehlung des FAUB liegt.

228 Im Ergebnis ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % aus unserer Sicht nicht zu beanstanden.

bc) Betafaktoren

229 Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den historischen Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der historischen Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex.[184] Technisch kann zur Ermittlung des Betafaktors auch eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchgeführt werden. Der Betafaktor entspricht dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.

230 Die Aktien der Schaltbau Holding sind börsennotiert. Demnach kann grundsätzlich ein eigener historischer Betafaktor ermittelt werden. Der Bewertungsgutachter hat per Ende Juli 2021 verschiedene Berechnungen zum eigenen Betafaktor der Schaltbau Holding vor Ankündigung des BGAV (9. August 2021) vorgenommen und gelangt zu einer Bandbreite von unverschuldeten Betafaktoren, die zwischen 0,71 bis 0,90 und in der Mitte der Bandbreite bei 0,805 liegen. Die Spannbreite der zusätzlich vom Bewertungsgutachter ermittelten

---

182 Vgl. OLG Düsseldorf vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

183 Vgl. LG München I vom 16. April 2021, 5HK O 5711/19 und OLG München vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, https://openjur.de/u/2275119.html (Abruf: 12. November 2021).

184 Vgl. IDW S 1, Tz. 121.

unverschuldeten Betafaktoren unter Berücksichtigung der sogenannten Blume-Anpassung beträgt 0,73 bis 0,87 und liegt in der Mitte der Bandbreite somit bei 0,80.

231 Wir kommen bei unseren eigenen Berechnungen für 2-jährige bzw. 5-jährige Renditezeiträume bei wöchentlichen bzw. monatlichen Erhebungen regressiert gegen den MSCI All Country World-Index bzw. gegen den CDAX-Index zu eigenen Betafaktoren der Schaltbau Holding in ähnlicher Größenordnung.

232 Der Bewertungsgutachter führt zutreffend aus, dass der historisch ermittelte eigene Betafaktor im Wesentlichen lediglich das in der Vergangenheit durch oligopolistische Marktstrukturen mit hohen Markteintrittsbarrieren gekennzeichnete Bahngeschäft abbildet. Die geplante Ausweitung des Geschäfts auf die neuen Geschäftsfelder New Energy, New Industry und e-Mobility mit eher höheren Risiken ist im eigenen Betafaktor deshalb noch nicht berücksichtigt.

233 Die Ermittlung eines validen und prognosegeeigneten Betafaktors setzt u.a. einen liquiden Handel mit den Aktien voraus. Die Anforderungen an die Liquidität sind dabei weit höher als für die Beurteilung, ob ein durchschnittlicher Aktienkurs als Wertuntergrenze der Abfindung heranzuziehen ist.

234 Der Bewertungsgutachter hat zur Prognoseeignung des eigenen Betafaktors der Schaltbau Holding verschiedene Analysen durchgeführt, deren Ergebnisse wir wie folgt zusammenfassen:

- Geld-Brief-Spanne: Die Geld-Brief-Spanne der Aktien der Schaltbau Holding liegt deutlich oberhalb des Peer-Group-Mittelwerts und überschreitet in Teilen die in der Rechtsprechung als angemessen bezeichneten Grenzwerte.

- Das Handelsvolumen der Aktien der Schaltbau Holding liegt im Durchschnitt der letzten fünf Jahre mit 242 T€ täglichem Handel deutlich unter dem der Peer-Group Unternehmen.

235 Auf Basis seiner Analysen gelangt der Bewertungsgutachter zu der Erkenntnis, dass eine Verwendung des originären Betafaktors der Schaltbau Holding auf Basis der Liquiditätsanalysen und der fehlenden Berücksichtigung der zukünftigen Geschäftsfelder in der Tendenz abzulehnen ist.

236 Wir können die Analysen, die Argumentation sowie die Schlussfolgerung nachvollziehen. Auch auf Basis unserer eigenen Erhebungen ist eine Verzerrung des eigenen Betafaktors

aufgrund der geringen Liquidität des täglichen Aktienhandels der Schaltbau Holding nicht auszuschließen. Auch das zukünftige Risiko der neuen Geschäftsfelder kann im historisch ermittelten eigenen Betafaktor noch nicht hinreichend berücksichtigt sein. Der eigene Betafaktor kann lediglich einen ersten Anhaltspunkt zur Abschätzung des operativen Risikos der Schaltbau Holding zum Bewertungszeitpunkt geben.

237 Der Bewertungsgutachter nimmt deshalb ergänzend zur Ermittlung des Betafaktors umfangreiche Analysen auf Basis einer Gruppe von Vergleichsunternehmen vor. Dies steht im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1.[185]

238 Die Verwendung der Betafaktoren einer Peer Group hat gegenüber dem Ansatz des Betafaktors nur eines Unternehmens den statistischen Vorteil einer deutlich größeren Anzahl von Beobachtungen. Durch eine Durchschnittsbildung mehrerer Peer Group-Betafaktoren werden Schwankungen und nicht aus der operativen Geschäftstätigkeit und der Kapitalstruktur erklärbare Unterschiede der Betafaktoren geglättet, so dass dem aus einer geeigneten Peer Group abgeleiteten Betafaktor eine hohe Prognoserelevanz zukommt.

239 Zur Ermittlung eines prognosegeeigneten Betafaktors der Schaltbau Holding analysiert der Bewertungsgutachter eine Gruppe von insgesamt neun Vergleichsunternehmen, die in ähnlichen Geschäftsfeldern wie die Schaltbau Holding, insbesondere der Bahnindustrie, sowie ergänzend in den neuen Geschäftsfeldern New Energy, New Industry und e-Mobility aktiv sind:

- Alstom SA, Frankreich,
- Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles SA, Spanien,[186]
- Knorr-Bremse AG, Deutschland,
- Stadler Rail AG, Schweiz,
- Talgo SA, Spanien,
- Vossloh AG, Deutschland,

---

185 Vgl. IDW S 1, Tz. 121 und ergänzend Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. A Tz. 402 ff.

186 Im Folgenden „CAF“.

- Westinghouse Air Brake Technologies Corporation, USA,
- TE Connectivity Ltd., Schweiz und
- ABB Ltd., Schweiz.

240 Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen durch den Bewertungsgutachter haben wir inhaltlich nachvollzogen und anhand uns zur Verfügung gestellter Informationen und eigener Recherchen geprüft. Die herangezogenen Unternehmen sind in ähnlichen Geschäftsfeldern wie die Schaltbau Holding aktiv oder sind direkte Konkurrenten bzw. Dienstleister/Lieferanten und damit grundsätzlich als Peer Group-Unternehmen geeignet.[187] Auf Basis der Gespräche sowohl mit dem Vorstand der Schaltbau Holding als auch mit den Segmentverantwortlichen sowie den von uns vorgenommenen Analysen und Recherchen haben wir kein weiteres Vergleichsunternehmen identifizieren können, dass die zukünftige Risikostruktur des Geschäfts der Schaltbau Holding besser abbilden könnte.

241 Für die Peer Group leitet der Bewertungsgutachter arithmetische Mittelwerte aus den unverschuldeten Betafaktoren auf Basis von Landesindizes als auch auf Basis eines globalen Vergleichsindex (MSCI World Total Return Index) als Referenzindex, bei sowohl 2-jährigem Erhebungszeitraum und wöchentlichen Renditeberechnungen als auch 5-jährigem Erhebungszeitraum und monatlichen Renditeberechnungen ab. Darüber hinaus berechnet er für alle Kombinationen auch unverschuldete Betafaktoren im Sinne eines adjusted Betafaktors (sogenannte Blume-Anpassung). Die unverschuldeten Betafaktoren berechnet der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields sowie ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital (Berücksichtigung des sog. „Debt Betas“).

242 Es ergibt sich somit eine Matrix von unverschuldeten Betafaktoren mit acht arithmetischen Mittelwerten in der Bandbreite von 0,84 bis 0,98 bzw. im Mittel von 0,91. Die unverschuldeten Betafaktoren für einen 2-jährigen Erhebungszeitraum ergeben einen Mittelwert von 0,87, der unter dem Mittelwert von 0,95 für den 5-jährigen Erhebungszeitraum liegt. Der Durchschnitt auf Basis lokaler Indizes beträgt 0,90 im Vergleich zum Durchschnitt bezogen auf einen globalen Index in Höhe von 0,93.

243 Der Bewertungsgutachter hält auf Basis seiner Analysen einen unverschuldeten Betafaktor zwischen 0,85 und 0,90 für angemessen. Für die Bewertung der Schaltbau Holding leitet er

---

[187] Vgl. dazu auch die Unternehmensbeschreibung der Vergleichsunternehmen in der Anlage 2.

unter Abwägung aller Faktoren und Analysen, insbesondere aber auch vor dem Hintergrund des unverschuldeten originären Betafaktors der Schaltbau Holding (0,80) und des erwarteten Risikoanstiegs infolge des geplanten Eintritts in neue Geschäftsfelder, einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,85 ab.

244 Wir haben die Höhe des unverschuldeten Betafaktors der Schaltbau Holding mittels eigener Berechnungen verifiziert. Hierzu haben wir Daten eines anderen Finanzinformationsdienstleisters herangezogen.

245 Nachfolgend sind die von uns alternativ ermittelten Betafaktoren für die vom Bewertungsgutachter ausgewählten und durch uns als sachgerecht erachteten Peer Group-Unternehmen abgebildet:

BETAFAKTOREN PEER GROUP (BEWERTUNGSGUTACHTER) - SCHALTBAU-GRUPPE

Erhebung per 2.12.2021 (mit Netto-VG, mit Debt Beta)		MSCI ALL COUNTRY WORLD					
		2 Jahre wtl. (2019 -21)			5 Jahre mtl. (2016 - 21)		
Vergleichsunternehmen	Land	raw Beta	VG	unl. Beta	raw Beta	VG	unl. Beta
Alstom SA	Frankreich	0,87	0,11	0,79	0,68	0,04	0,66
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	Spanien	1,22	0,36	0,93	1,14	0,27	0,92
Knorr-Bremse Aktiengesellschaft	Deutschland	0,48	0,02	0,48	na	na	na
Stadler Rail AG	Schweiz	0,23	0,07	0,22	na	na	na
Talgo, S.A.	Spanien	1,09	0,00	1,09	0,92	0,05	0,88
Vossloh AG	Deutschland	1,11	0,52	0,77	0,94	0,40	0,70
Westinghouse Air Brake Technologies Corp.	USA	1,64	0,27	1,33	1,91	0,23	1,58
TE Connectivity Ltd.	Schweiz	1,46	0,11	1,32	1,40	0,13	1,24
ABB Ltd	Schweiz	1,04	0,09	0,96	0,97	0,09	0,90
Mittelwert		**1,02**		**0,88**	**1,14**		**0,98**
Median		**1,09**		**0,93**	**0,97**		**0,90**
Minimum		0,23		0,22	0,68		0,66
Maximum		1,64		1,33	1,91		1,58

Quelle: S&P Global Market Intelligence; "na" = nicht angegeben (erste Börsennotierung Knorr Bremse 10/2018 bzw. Stadler 4/2019); eigene Ermittlung.

246 Die unverschuldeten Betafaktoren dieser Peer Group liegen bezogen auf einen globalen Index im arithmetischen Mittel bei 0,88 (2-Jähriger Betrachtungszeitraum) bzw. bei 0,98 (5-jähriger Betrachtungszeitraum). Der Median liegt bei 0,93 bzw. 0,90.

247 Für die gegen lokale Indizes regressierten Betafaktoren ergeben sich folgende Werte:

BETAFAKTOREN PEER GROUP (EIGENE ERMITTLUNG) - SCHALTBAU-HOLDING							
Erhebung per 2.12.2021 (mit Netto-VG, mit Debt Beta)		LOKALE INDIZES					
		2 Jahre wtl. (2019 -21)			5 Jahre mtl. (2016 - 21)		
Vergleichsunternehmen	Land	raw Beta	VG	unl. Beta	raw Beta	VG	unl. Beta
Alstom SA	Frankreich	0,66	0,11	0,61	0,74	0,04	0,71
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	Spanien	1,01	0,36	0,77	0,96	0,27	0,78
Knorr-Bremse Aktiengesellschaft	Deutschland	0,50	0,02	0,49	na	na	na
Stadler Rail AG	Schweiz	0,55	0,07	0,52	na	na	na
Talgo, S.A.	Spanien	0,92	0,00	0,91	1,02	0,05	0,97
Vossloh AG	Deutschland	0,94	0,52	0,66	0,77	0,40	0,58
Westinghouse Air Brake Technologies Corp.	USA	1,49	0,27	1,21	1,60	0,23	1,33
TE Connectivity Ltd.	Schweiz	1,34	0,11	1,21	1,30	0,13	1,15
ABB Ltd	Schweiz	1,23	0,09	1,13	1,23	0,09	1,13
Mittelwert		**0,96**		**0,83**	**1,09**		**0,95**
Median		**0,94**		**0,77**	**1,02**		**0,97**
Minimum		0,50		0,49	0,74		0,58
Maximum		1,49		1,21	1,60		1,33

Quelle: S&P Global Market Intelligence; "na" = nicht angegeben (erste Börsennotierung Knorr Bremse 10/2018 bzw. Stadler 4/2019); eigene Ermittlung.

248 Die unverschuldeten Betafaktoren liegen bezogen auf lokale Indizes im arithmetischen Mittel bei 0,83 (2-Jähriger Betrachtungszeitraum) bzw. bei 0,95 (5-jähriger Betrachtungszeitraum). Der Median liegt bei 0,77 bzw. 0,97.

249 Bei der Analyse der einzelnen Betafaktoren ist festzustellen, dass besonders niedrige Werte bei den Peers Knorr-Bremse AG, Stadler Rail AG und Vossloh AG zu beobachten sind, die jeweils einen Mehrheitsgesellschafter haben. Die Talgo S.A. und die Vossloh AG zeigen im Vergleich zu den anderen Vergleichsunternehmen relativ niedrige tägliche Handelsumsätze und leicht erhöhte Bid-Ask-Spreads. Eine Verzerrung dieser Betafaktoren nach unten kann deshalb nicht vollständig ausgeschlossen werden. Dem gegenüber steht die Westinghouse Air Brake Technologies Corp. mit einem deutlich höheren Betafaktor.

250 Wir haben deshalb auf Basis unserer Erhebungen für die verbleibenden vier Vergleichsunternehmen den folgenden segmentgewichteten unverschuldeten Betafaktor für die Schaltbau Holding abgeleitet:

BETAFAKTOREN PEER GROUP (I-ADVISE) - SCHALTBAU-GRUPPE						
Erhebung per 2.12.2021 (mit Netto-VG, mit Debt Beta)		**MSCI AC WORLD**		**LOKALE INDIZES**		**Durchschnitt**
		2J, wtl.	**5J, mtl.**	**2J, wtl.**	**5J, mtl.**	
Vergleichsunternehmen	Land	unl. Beta	unl. Beta	unl. Beta	unl. Beta	
Segment Rail (zukünftiger Anteil 80%)						
Alstom SA	Frankreich	0,79	0,66	0,61	0,71	
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	Spanien	0,93	0,92	0,77	0,78	
Mittelwert		**0,86**	**0,79**	**0,69**	**0,74**	**0,77**
Segment New Energie, E-Mobility (zukünftiger Anteil 20%)						
TE Connectivity Ltd.	Schweiz	1,32	1,24	1,21	1,15	
ABB Ltd	Schweiz	0,96	0,90	1,13	1,13	
Mittelwert		**1,14**	**1,07**	**1,17**	**1,14**	**1,13**
Segmentgewichteter Betafaktor						**0,843**

Quelle: S&P Global Market Intelligence; eigene Ermittlung.

251 Unter Berücksichtigung des erwarteten zukünftigen ab 2026 sich ergebenden Geschäftsanteils von ca. 80 % im Bahnsegment sowie 20 % in den neuen Geschäftsbereichen ergibt sich ein segmentgewichteter unverschuldeter Betafaktor von aufgerundet 0,85.

252 Auf Basis unserer Analysen und vor dem Hintergrund des Geschäftsaufbaus in bisher fremden Branchen (New Energy und e-Mobility) mit der erforderlichen Neukundengewinnung sowie der bestehenden, nicht unerheblichen Umsatz- und Ergebnis-Risiken, insbesondere bei der Bode und bei der Pintsch (bisher einmaliges Großprojekt Zwieseler Spinne), halten wir den vom Bewertungsgutachter angesetzten unverschuldeten Betafaktor für die Schaltbau Holding in Höhe von 0,85 für angemessen.

253 Der sich aus den angesetzten Werten der Marktrisikoprämie (5,75%) und des unverschuldeten Betafaktors (0,85) ergebende Risikozuschlag von 4,89 % ist angemessen.

c) Wachstumsabschlag

254 In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen.[188] In der Detailplanungsphase sowie der Konvergenzphase wird ein etwaiges Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der einzelnen Bilanzposten für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung berücksichtigt.

255 Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend als Barwert einer ewigen Rente erfasst. Als ewige Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch durch einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.[189] Dabei ist zu beachten, dass im Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der dem zu kapitalisierenden Ergebnis zugerechnet wird, bereits die Wachstumsaussichten bezogen auf die Erweiterungsinvestitionen berücksichtigt sind.

256 Zur Ermittlung des Wachstums der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz für die Zeit nach der Detailplanungsphase ist eine Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse notwendig.[190]

257 Vorab errechnet der Bewertungsgutachter die aus seinem Bewertungsmodell sich ergebene Gesamtwachstumsrate auf Basis des Dividend Discount Models, die bei unterstellter Wachstumsannahme von 1,0 % zu einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 4,1 % führt.[191] Wir konnten die Berechnung nachvollziehen.

258 Weiterer Ausgangspunkt der Ermittlung des nachhaltigen Wachstums durch den Bewertungsgutachter ist eine Analyse der langfristigen allgemeinen Preissteigerungsraten. Die allgemeinen Preissteigerungsraten können aus unserer Sicht lediglich eine Indizwirkung für das potentielle nachhaltige Gewinnwachstum darstellen. Relevant ist vor allem die

---

188 Vgl. IDW S 1, Tz. 94 ff.
189 Vgl. IDW S 1, Tz. 98.
190 Vgl. IDW S 1, Tz. 97.
191 Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 – 357; vgl. Bewertungsgutachten, S. 97.

Preisentwicklung auf dem relevanten Markt der Schaltbau Holding. Zwar ist für die Schaltbau Holding im Bahnsegment vor dem Hintergrund der Klimaaspekte und öffentlichen Investitionen und Förderungsmaßnahmen in den öffentlichen Bahnverkehr und die Bahninfrastruktur mit einem weiter wachsenden Marktvolumen zu rechnen, aber auch mit steigender Wettbewerbsintensität durch die größeren und deutlich internationaler und diversifizierter aufgestellten Wettbewerber mit günstigeren Kostenstrukturen. In den neuen Geschäftssegmenten wird es zu einem eher noch stärkeren Kostendruck kommen.

259 Auf Basis dieser Überlegungen sehen wir keine Hinweise, die einen höheren Wachstumsabschlag als 1,0 % rechtfertigen, und erachten den angesetzten Wachstumsabschlag als angemessen. Dieser Wachstumsabschlag entspricht auch der überwiegenden Mehrzahl von öffentlich zugänglichen Bewertungen bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen.[192]

d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze

260 Nachfolgend ist die Herleitung der vom Bewertungsgutachter periodenspezifisch berechnete Kapitalisierungszinssätze der Schaltbau Holding dargestellt:

ABLEITUNG KAPITALISIERUNGSZINSSATZ - SCHALTBAU-GRUPPE

in %	2022 PLAN	2023 PLAN	2024 PLAN	2025ff. TV
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Persönliche Einkommensteuer	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer (1)	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**
Marktrisikoprämie nach Einkommensteuer	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	0,85	0,85	0,85	0,85
Barwerte jeweils zum Beginn des Geschäftsjahres	**545.666**	**575.308**	**607.620**	**640.922**
verzinsl. Fremdkapital jeweils zum Beginn des Gj.	110.577	156.945	121.345	116.793
Verschuldungsgrad	20,26%	27,28%	19,97%	18,22%
Debt Beta	0,45	0,43	0,40	0,28
Betafaktor verschuldet	0,93	0,96	0,94	0,95
Risikozuschlag	**5,36%**	**5,54%**	**5,41%**	**5,48%**
Eigenkaptialkosten nach pers. Steuern (2)	**5,43%**	**5,62%**	**5,48%**	**5,56%**
Wachstumsabschlag (3)				**-1,00%**
Kapitalisierungszinssatz (1+2+3)	**5,43%**	**5,62%**	**5,48%**	**4,56%**

Quelle: Bewertungsgutachten Ebner Stolz, eigene Darstellung.

192 Vgl. I-ADIVISE-Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 7. Auflage (2010 - 2020), S. 13. http://www.i-advise.de/de/wp-content/uploads/2021/05/I-ADVISE-Studie-Bewertung-2021-dt..pdf (Abruf vom 1. Dezember 2021).

261 Abschließend stellen wir fest, dass die jeweilige Höhe der zugrunde gelegten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze angemessen ist.

7. Sonderwerte

262 Der Bewertungsgutachter hat über die gesellschaftseigene Planung hinaus für alle nicht konsolidierten Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen Beteiligungserträge berücksichtigt.[193] Der Ansatz eines Sonderwerts entfällt somit.

263 Gleichermaßen hat er für Ackerfläche der Rawag Sp. z.o.o. sowie ein der Schaltbau-Gruppe über die BoDo zu 50 % zuzurechnendes zurzeit nicht genutztes Grundstück, das an den Produktionsstandort angrenzt, jährlich fiktive Mieterträge angesetzt, die nach Abzinsung dem Verkehrswert entsprechen.[194]

264 Aus technischen Gründen berücksichtigt der Bewertungsgutachter einen negativen Sonderwert, um den Verwässerungseffekt der ausstehenden Pflichtwandelanleihen, der spätestens mit Ablauf der Fälligkeit am 30. September 2022 eintritt, abzubilden.[195] Die eingehenden Parameter und die Berechnungslogik konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

265 Der Bewertungsgutachter hat kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Uns ist im Verlauf unserer Prüfung auch keines bekannt geworden. Im Ergebnis bedarf es mit Ausnahme vorgenannten technischen Sachverhaltes daher keines Ansatzes von Sonderwerten.

---

193 Vgl. Tz. 188.
194 Vgl. Tz. 173.
195 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 104.

8. Unternehmenswert und Wert je Aktie

266 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Schaltbau-Gruppe ergibt sich aus der Diskontierung der Summe der Nettoausschüttungen inklusive der Wertbeiträge aus der Thesaurierung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert mathematisch richtig zum technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2022 berechnet. Unter Berücksichtigung des technischen negativen Sonderwerts für den Kapitalverwässerungseffekt aus der Wandlung der ausstehenden Pflichtwandelanleihen ergibt sich zum Bewertungsstichtag 3. Februar 2022 folgender Unternehmenswert sowie Wert je Aktie der Schaltbau-Gruppe:

ABLEITUNG UNTERNEHMENSWERT UND ABFINDUNG JE AKTIE - SCHALTBAU-GRUPPE

T€	2022 PLAN	2023 PLAN	2024 PLAN	2025ff. TV
Nettoausschüttung	**-**	**-**	**-**	**29.196**
Kapitalisierungszinssatz	5,43%	5,62%	5,48%	4,56%
Barwertfaktor	0,948	0,898	0,851	18,690
Barwerte	**-**	**-**	**-**	**545.666**
Summe Barwerte zum 1.1.2022	**545.666**			
Sonderwert (Verwässerungseffekt Wandelanleihe) zum 1.1.2022	-751			
Summe 1.1.2022	**544.915**			
Aufzinsungsfaktor	1,0049			
Summe 3.2.2022	**547.606**			
Anzahl Aktien in Tsd. Stücke (ohne eigene Anteile)	10.880			
Abfindung je Aktie	**50,33**			

Quelle: Bewertungsgutachten Ebner Stolz, eigene Darstellung.

267 Zur Aufzinsung des Wertes vom technischen Bewertungsstichtag auf den Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den spezifischen Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres verwendet und zinst die Summe der Barwerte zum 1. Januar 2022 um 34 Tage auf den 3. Februar 2022 auf.

268 Wir haben die Ableitung des Unternehmenswerts sowie die Abfindung je Aktie rechnerisch und methodisch ohne Beanstandungen nachvollzogen.

III. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

1. Vergleichsorientierte Marktbewertung

269 Eine vergleichende Marktbewertung kann grundsätzlich über die Ermittlung von Wertbandbreiten auf Basis einer Multiplikator-Analyse erfolgen.

270 Der Wert des Unternehmens kann sich dabei als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) und dem entsprechenden Multiplikator von börsennotierten Vergleichsunternehmen einerseits („Trading Multiplikatoren“ oder „Börsenmultiplikatoren“) oder aus vergleichbaren Transaktionen andererseits („Transaktions-Multiplikatoren“) abgeleitet werden.

271 Vereinfachte Preisfindungsverfahren, wie z.B. Verfahren auf Basis von Ergebnis- oder Umsatzmultiplikatoren, können zur Plausibilitätskontrolle des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden.[196] Ein Rückgriff auf eine Multiplikatoranalyse kann eine fundierte Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Sie kann jedoch ergänzend Anhaltspunkte für eine Einschätzung des mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Wertes liefern.

272 Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidierter interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert der Schaltbau-Gruppe mit Hilfe von EBIT-Trading-Multiplikatoren anhand der Peer Group, die auch bei der Ermittlung des Betafaktors herangezogen worden ist, plausibilisiert. Umsatz-Multiplikatoren wurden aus nachvollziehbarem Grund nicht verwendet, weil sie aufgrund unterschiedlicher Rentabilität der Vergleichsunternehmen zu keinen validen Ergebnissen führen.

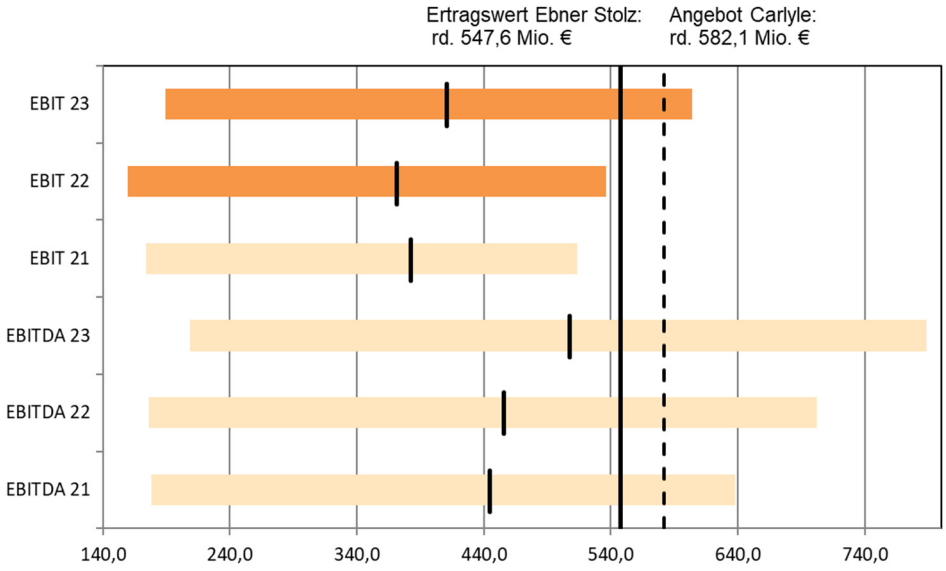
273 Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren anhand eigener Analysen, die wir auf Grundlage von Daten des Informationsanbieters S&P Global Market Intelligence durchgeführt haben, plausibilisiert.

---

[196] Vgl. IDW S 1, Abschnitt 8.3.4.

274 Zusammengefasst ergibt sich für die Multiplikator-Bewertungen auf Basis der vom Bewertungsgutachter ausgewählten neun Vergleichsunternehmen folgendes Bild:

Wert des Eigenkapitals der Schaltbau-Gruppe
- auf Basis Peer Group -



Quelle: S&P Global Market Intelligence, eigene Ermittlung.

275 Die Multiplikator-Bewertung zeigt, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert (547,6 Mio. €) deutlich oberhalb aller auf Multiplikator-Basis errechneten Mittelwerte liegt, deren Werte zwischen 372 Mio. € und 508 Mio. € betragen. Für das Jahr 2024 lagen nicht ausreichende Analystenschätzungen zur Ableitung eines stabilen Plausibilisierungswertes vor.

276 Auf die Verwendung von Transaktions-Multiplikatoren haben wir aufgrund der generell eingeschränkten Aussagekraft in Folge des hohen Grades subjektiver Einflussfaktoren, insbesondere bei Unternehmensübernahmen durch strategische Investoren, verzichtet. Regelmäßig werden in den bei Unternehmenserwerben gezahlten Preisen Synergien und strategische Faktoren berücksichtigt, die ausschließlich spezifisch für die betrachtete Vergleichstransaktion sind und deren Quantifizierung nicht öffentlich ist, wie z. B. auch größere Wachstumsfinanzierungsmöglichkeiten durch den Erwerber.

277 Das Wertkonzept des IDW S 1 sieht bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts keine Berücksichtigung von individuellen Synergien vor, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien). Deshalb kommt den Transaktions-

Multiplikatoren regelmäßig nur eine geringe Bedeutung zu. Zusätzliche Schwierigkeiten bei der Verwendung von Transaktions-Multiplikatoren können sich aus subjektiven Einflussfaktoren der Transaktion, z.B. der Berücksichtigung von Aufschlägen bei Paket- oder Mehrheitserwerben, erhaltener Garantien des Verkäufers oder des Transaktionszeitpunkts ergeben. Etwaige aus Vergleichstransaktionen abgeleitete Multiplikatoren sind daher nicht auf die Schaltbau-Gruppe anwendbar.

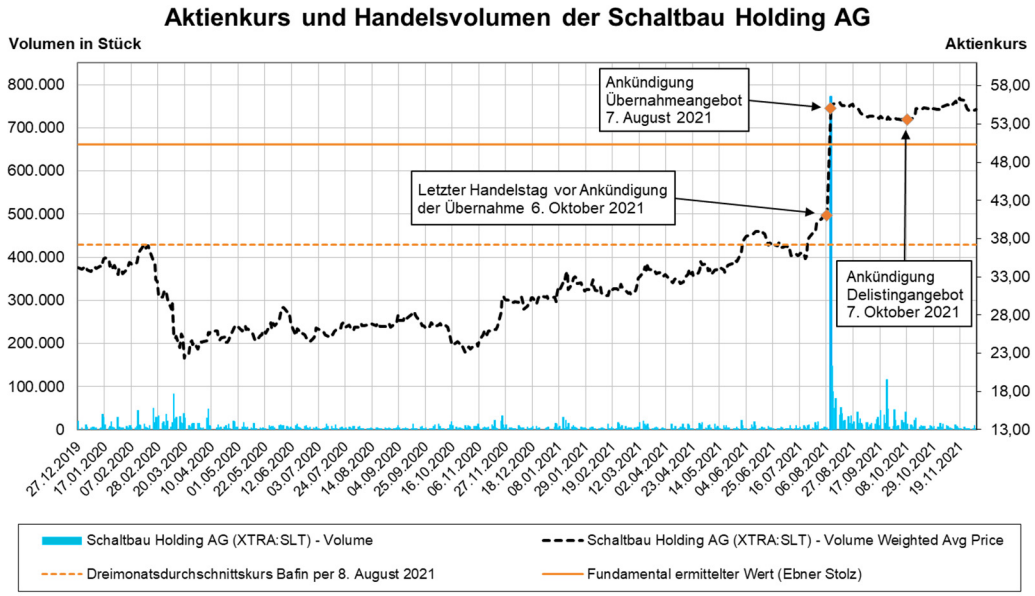
278 Insgesamt kommen wir zu dem Ergebnis, dass der ermittelte Unternehmenswert der Schaltbau-Gruppe innerhalb der auf Basis der EBIT/EBITDA-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite für den Marktwert des Eigenkapitals der Schaltbau-Gruppe liegt. Die Plausibilitätskontrolle liefert somit keine Anhaltspunkte dafür, dass der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der Schaltbau-Gruppe nicht angemessen ist.

2. Marktkapitalisierung

279 Da die Aktien der Schaltbau Holding an Börsen gehandelt werden, liegen Börsenkurse vor, die grundsätzlich zur Plausibilitätsbeurteilung des fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden können.[197]

280 Der aus dem Börsenkurs der Aktien der Schaltbau Holding zum 3. Dezember 2021 von 54,70 €[198] linear hochgerechnete gesamte Börsenwert der Schaltbau Holding beträgt rd. 595 Mio. €.

281 Allerdings kann der Börsenkurs durch besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, verzerrt sein und nicht den Verkehrswert der Schaltbau-Holding widerspiegeln. Deshalb ist die Entwicklung über einen längeren Zeitraum zu analysieren. Hierfür haben wir für den Zwei-Jahres-Zeitraum bis zum 2. Dezember 2021 Börsenkurs und Handelsvolumen der Schaltbau-Aktie ermittelt. Diese entwickeln sich wie folgt:



Quelle: S&P Global Market Intelligence, eigene Ermittlung.

282 Es ist deutlich erkennbar, dass der Börsenkurs der Aktie der Schaltbau Holding bis zur Ankündigung der Übernahme durch die Voltage BidCo deutlich unterhalb des fundamental

---

197 Rechtlich ist allein der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum relevant; vgl. Tz. 288.

198 Schlusskurs.

ermittelten Werts von 50,33 € je Aktie gelegen hat und erst in Folge dieser Ankündigung sprunghaft angestiegen ist.

283 Die Analyse zeigt damit an, dass der Börsenkurs der Schaltbau Holding seit der Ankündigung des Übernahmeangebots am 7. August 2021 durch Spekulationen verzerrt zu sein scheint und demzufolge nicht mehr den Verkehrswert der Schaltbau Holding widerspiegelt. Aus der aktuellen Marktkapitalisierung ergeben sich demzufolge keine Hinweise, dass der ermittelte Unternehmenswert i.H.v. 547,6 Mio. € den Wert der Schaltbau Holding unterschätzen könnte.

IV. Sensitivitätsanalysen

284 Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsniveaus und der Möglichkeit einer Änderung der Zinskonditionen bis zur Hauptversammlung und zur Überprüfung des Einflusses unterschiedlicher Bewertungsparamater auf den Unternehmenswert hat der Bewertungsgutachter diese jeweils c.p. variiert.[199]

285 Seine Analysen haben wir rechnerisch nachvollzogen; sie sind zutreffend.

---

199 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 114 ff.

V. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

286 Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Schaltbau Holding quotal, d.h. durch Division durch die Anzahl der Stückaktien[200], ermittelte Wert je Aktie beträgt 50,33 €.

287 Die Aktien der Schaltbau Holding werden aktuell[201] an Börsen gehandelt. Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts[202], nach der grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen ist, findet daher Anwendung.

288 Nach dem Bundesgerichtshof ist dabei grundsätzlich der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum heranzuziehen.[203] Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.[204] Wie der Bewertungsgutachter zutreffend feststellt, liegt kein längerer Zeitraum i.S.d. Rechtsprechung vor.[205]

289 Da die öffentliche Bekanntgabe der Schaltbau Holding, dass die Voltage beabsichtige, einen BGAV mit der Schaltbau Holding abzuschließen, am 9. August 2021 erfolgt ist und somit kein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung des BGH vorliegt, hat der Bewertungsgutachter bei der Ermittlung des Referenzzeitraums auf eine Referenzperiode, die mit Ablauf des 8. August 2021 endet, abgestellt.

290 Der Bewertungsgutachter gibt den Börsenkurs in Höhe des von der BaFin mitgeteilten gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurses vor dem 8. August 2021 inkl.[206] mit 37,24 €[207]

---

200 10.879.607 (10.887.252 abzgl. Eigener Aktien 7.645); vgl. Tz. 77 ff.
201 Das freiwillige Delisting-Erwerbsangebot vom 16. November 2021 hat eine Laufzeit bis zum 14. Dezember 2021.
202 Vgl. Beschluss des BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27. April 1999, BVerfG 100, 289.
203 Vgl. BGH vom 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629 ff., „Stollwerck".
204 Vgl. BGH vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09, BGHZ 186, S. 229 ff., wiederholt mit Beschluss vom 28. Juni 2011, II ZB 2/00, AG 2011, S. 590 f.
205 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 114.
206 Gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO.
207 Vgl. Bewertungsgutachten, S. 112.

an. Das haben wir durch Einsichtnahme in die Mitteilung der BaFin und einer eigenen Erhebung von Börsenkursen verifiziert.

291 Der Börsenkurs ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zumindest dann nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegeln.[208] Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert ist.[209]

292 Als Grundlage für die Einschätzung, ob eine Marktenge vorliegt, kann man die Vorgaben des § 5 WpÜG-Angebotsverordnung heranziehen, der zufolge eine Marktenge dann vorliegt, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Strukturmaßnahme an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen.

293 Eine detaillierte Analyse ist erlässlich, da der maßgebliche und von der BaFin für gültig erklärte Börsenkurs der Aktie der Schaltbau Holding deutlich unterhalb der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Abfindung von 50,33 € liegt.

294 Grundlage für die Ermittlung der den ausscheidenden Aktionären der Schaltbau Holding zu gewährenden Abfindung ist dementsprechend grundsätzlich die Unternehmensbewertung, die nach den Grundsätzen der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 erfolgt ist. Diese Grundsätze entsprechen der herrschenden Meinung in der Bewertungspraxis und der bisherigen Rechtsprechung. Hiernach ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Barwert der aus dem Unternehmen erwarteten finanziellen Überschüsse.

295 Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass die angebotene Abfindung angemessen ist.

---

208 Vgl. BVerfG vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfG 100, 289.
209 Vgl. BGH vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

296 Bei der Bewertung der Schaltbau Holding sind keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG i.V.m. § 327c Abs. 2 AktG aufgetreten.

297 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 10. Dezember 2021 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Schaltbau Holding über den BGAV wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaltbau Holding ergeben, wären diese bei der Bemessung der Abfindung ergänzend zu berücksichtigen.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

298 Grundlage für die Ermittlung der Ausgleichszahlung ist der Unternehmenswert der Schaltbau Holding zum 1. Januar 2022.[210] Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung hat der Bewertungsgutachter hieraus den auf eine Aktie entfallenden Unternehmenswert 50,09 € abgeleitet.

299 Bei Verrentung des Unternehmenswerts ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem BGAV resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre nach dem sog. „Mittelwertansatz“ ermittelt. Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt[211] sowie in der Bewertungspraxis üblich für Fälle, in denen der BGAV keine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots bei Kündigung des BGAV beinhaltet.

300 Hierbei werden folgende Risikoabwägungen berücksichtigt:

- Die Höhe der Ausgleichszahlungen ist – zumindest während der Laufzeit des BGAV – quasi-sicher (risikomindernder Faktor), so dass eine Verrentung mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz nicht sachgerecht ist.

- Die Verlustübernahmeverpflichtung des Mehrheitsaktionärs nach § 302 AktG wirkt risikomindernd gegenüber dem Unternehmenswert der Schaltbau Holding standalone.

---

210 Vgl. Tz. 133.

211 Vgl. auch LG München I vom 31. Juli 2015, 5 HKO 16371/13, mit Verweis auf weitere Rechtsprechung, BeckRS 2015, 13240.

- Es besteht jedoch zum einen das Risiko, dass der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Kündigung des BGAV durch (auszehrende) Maßnahmen des Mehrheitsaktionärs gemindert sein könnte (risikoerhöhend gegenüber quasi-sicherer Anlage, die im Basiszinssatz abgebildet wird).

- Zum anderen besteht, neben dem Risiko der Kündigung des BGAV, das Insolvenzrisiko des herrschenden Unternehmens (risikoerhöhend gegenüber quasi-sicherer Anlage, die im Basiszinssatz abgebildet wird).

301 Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter nicht den (vollen) zur Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssatz herangezogen, sondern bei der Verzinsung des Unternehmenswerts den Basiszinssatz zzgl. des Mittelwerts aus dem Kapitalisierungszinssatz zur Ermittlung des Ertragswerts und dem als risikolos erachteten Basiszinssatz zu Grunde gelegt.

302 Auf dieser Basis ergibt sich eine Ausgleichszahlung i.H.v. 1,40 € nach persönlichen Steuern. Der Wert vor persönlicher Einkommensteuer beträgt dementsprechend 1,90 €

303 Aus der Aufteilung des Unternehmenswerts vor KSt inkl. SolZ in Anteile, die mit KSt/SolZ belastet sind bzw. nicht belastet sind, errechnet sich nach den steuerlichen Verhältnissen[212] zum Bewertungszeitpunkt der jährliche Bruttoausgleich i.H.v. 2,16 €. Dieser Betrag ist aus dem in dem Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von 1,64 € je Aktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes inkl. SolZ vom Bewertungsgutachter ermittelt.

304 Die Ausgleichszahlung wurde dementsprechend i.H.v. 1,90 € festgelegt.

305 Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung am 10. Dezember 2021 und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Schaltbau Holding über den Abschluss des BGAV am 3. Februar 2022 wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der Schaltbau Holding ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen.

---

212 Bei Änderung der KSt-/SolZ-Steuersätze verändert sich die Ausgleichszahlung nach Kst/SolZ gem. 4.2 des BGAV entsprechend.

E. Abschließende Erklärung

306 Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns erteilten Auskünfte und Nachweise erklären wir Folgendes.

307 Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Voltage BidCo und der Schaltbau Holding entspricht den gesetzlichen Vorschriften.

308 Die festgelegte Abfindung in Höhe von 50,33 € je Aktie ist angemessen.

309 Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG beträgt je Aktie 2,16 € (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der Schaltbau Holding zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag. Dieser ist aus dem in dem Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von 1,64 € je Aktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes ermittelt. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung (15 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ) ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,26 €. Der festgelegte Ausgleich beträgt somit 1,90 € je Aktie der Schaltbau Holding.

310 Die Ermittlung des Unternehmenswerts durch den Bewertungsgutachter Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, als Basis der Ableitung von Abfindung und Ausgleich je Aktie ist sachgerecht nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt worden, das nach herrschender Meinung in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre grundsätzlich als maßgebliche Bewertungsmethode anerkannt ist.

311 Da die Aktien der Gesellschaft börsengehandelt sind, war der Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung als mögliche Untergrenze zu berücksichtigen. Da der ermittelte, durchschnittliche Börsenkurs je Aktie der Schaltbau Holding unterhalb der angebotenen Abfindung von 50,33 € je Aktie liegt, ist er für die Abfindung als Untergrenze nicht relevant.

312 Besondere Schwierigkeiten gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG haben sich bei der Bewertung der Schaltbau Holding nicht ergeben.

313 Wir erteilen daher die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

314 „Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung von 50,33 € je Aktie angemessen. Ebenso ist die Ausgleichszahlung nach § 304 AktG i.H.v. 2,16 € (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der Schaltbau Holding AG zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag angemessen. Der Abzugsbetrag ist aus dem in dem Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von 1,64 € je Aktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung (15 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ) ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,26 €. Der festgelegte Ausgleich beträgt somit 1,90 € je Aktie der Schaltbau Holding AG und ist angemessen."

Düsseldorf, den 10. Dezember 2021

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

I-ADVISE AG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT
WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT
SIEGEL
DÜSSELDORF

Dr. Jochen Beumer
Wirtschaftsprüfer

ppa. Klaus Jürgens
Steuerberater

ANLAGEN

Landgericht München I

Lenbachplatz 7, 80335 München * Telefon (089) 55 97-03 * Telefax (089) 55 97 3003
Postanschrift: 80316 München homepage: www.justiz.bayern.de/gericht/lg/m1

Anlage 1

5 HK O 12102/21

Beschluss

vom 9.9.2021:

1. Auf gemeinsamen Antrag der

Voltage BidCo GmbH
vertreten durch den Geschäftsführer
Promenadeplatz 8
AG – Registergericht – München, HRB 268131

und der

Schaltbau Holding AG
vertreten durch den Vorstand
Hollerithstraße 5
81829 München
AG – Registergericht – München, HRB 98668

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. § 293 c AktG

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Herrn Dr. Jochen Beumer
Klaus-Bungert-Straße 5a
40468 Düsseldorf

zum gemeinsamen Vertragsprüfer zur Prüfung eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Voltage BidCo GmbH als herrschender Gesellschaft und der Schaltbau Holding AG als beherrschter Gesellschaft.

2. Der Geschäftswert wird auf **€ 5.000,--** festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Vertragsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerinnen aus den drei vorgeschlagenen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

Dr. Krenek
Vorsitzender Richter
am Landgericht

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen

Voltage BidCo GmbH

und

Schaltbau Holding AG

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen der

Voltage BidCo GmbH, mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 268131, mit eingetragener Geschäftsanschrift in Promenadeplatz 8, 80333 München („**Voltage**“)

und der

Schaltbau Holding AG, mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 98668, mit eingetragener Geschäftsanschrift in Hollerithstraße 5, 81829 München („**Schaltbau**“ und zusammen mit Voltage die „**Parteien**“, jede eine „**Partei**“).

1. Leitung

1.1 Schaltbau unterstellt Voltage die Leitung ihrer Gesellschaft ab dem Zeitpunkt der Wirksamkeit dieses Vertrags. Dementsprechend ist Voltage berechtigt, dem Vorstand der Schaltbau hinsichtlich deren Leitung allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen. Voltage ist ebenfalls berechtigt, Weisungen in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses der Schaltbau zu erteilen.

1.2 Der Vorstand von Schaltbau ist verpflichtet, die Weisungen der Voltage nach Ziffer 1.1 dieses Vertrags in Übereinstimmung mit § 308 Aktiengesetz („**AktG**“) zu befolgen.

1.3 Voltage ist nicht berechtigt, dem Vorstand der Schaltbau Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags zu erteilen.

1.4 Weisungen bedürfen der Textform.

2. Gewinnabführung

2.1 Schaltbau verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an Voltage abzuführen. Abzuführen ist – vorbehaltlich der Bildung und Auflösung von Rücklagen nach Ziffer 2.2 dieses Vertrages – der nach § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zulässige Höchstbetrag.

2.2 Schaltbau kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung von Voltage Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen von Voltage sind, soweit nach §§ 301, 302 AktG in ihrer jeweils gültigen Fassung zulässig, aus während der Dauer dieses Vertrages gebildeten anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) Beträge zu entnehmen und

zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn dieses Vertrages stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.

2.3 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für den ganzen Gewinn des am 1. Januar 2022 beginnenden oder desjenigen späteren Geschäftsjahres von Schaltbau, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird. Die Verpflichtung nach Ziffer 2.1 dieses Vertrags ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von Schaltbau fällig.

3. Verlustübernahme

3.1 Voltage ist nach § 302 Abs. 1 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags von Schaltbau verpflichtet. Die Bestimmungen des § 302 AktG sind in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung anzuwenden.

3.2 Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht erstmals für das am 1. Januar 2022 beginnende oder dasjenige spätere Geschäftsjahr von Schaltbau, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird. Die Verpflichtung wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres von Schaltbau fällig.

3.3 Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahres von Schaltbau, insbesondere durch Kündigung aus wichtigem Grund, ist Voltage zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags von Schaltbau verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.

4. Ausgleichszahlung

4.1 Voltage verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären von Schaltbau für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich eine wiederkehrende Geldleistung („**Ausgleichszahlung**“) zu zahlen.

4.2 Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr von Schaltbau für jede nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktie von Schaltbau mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von Schaltbau von EUR 1,22 je Stückaktie (jeweils eine „**Schaltbau-Aktie**“ und zusammen die „**Schaltbau-Aktien**“) brutto EUR 2,16 („**Bruttoausgleichsbetrag**“), abzüglich eines Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf den im Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag von EUR 1,64 vorzunehmen ist, der sich auf die der deutschen Körperschaftssteuer unterliegenden Gewinne von Schaltbau bezieht. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den anteiligen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 1,64 je Schaltbau-Aktie, der sich auf die mit deutscher Körperschaft-

steuer belasteten Gewinne der Schaltbau bezieht, 15 % Körperschaftssteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. EUR 0,26, zum Abzug. Zusammen mit dem übrigen anteiligen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,52 je Schaltbau-Aktie, der sich auf die nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht, ergibt sich daraus nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 1,90 je Schaltbau-Aktie für ein volles Geschäftsjahr von Schaltbau.

4.3 Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (z.B. Kapitalertragssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von der Ausgleichszahlung einbehalten werden.

4.4 Die Ausgleichszahlung ist am dritten Geschäftstag nach der ordentlichen Hauptversammlung von Schaltbau für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr von Schaltbau, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres von Schaltbau fällig.

4.5 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der Schaltbau, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird, gewährt und wird gemäß Ziffer 4.4 dieses Vertrags erstmals nach der ordentlichen Hauptversammlung der Schaltbau im darauffolgenden Geschäftsjahr gezahlt.

4.6 Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahres der Schaltbau endet oder Schaltbau während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.

4.7 Falls das Grundkapital der Schaltbau aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Ausgleichszahlung je Schaltbau-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der Schaltbau durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß dieser Ziffer 4 ergibt sich aus der von der Schaltbau bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.

4.8 Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz („**SpruchG**“) eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Ausgleichszahlung vereinbart wird, können auch die bereits nach Maßgabe der Ziffer 5 dieses Vertrags abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

5. Abfindung

5.1 Voltage verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs von Schaltbau dessen Aktien gegen eine Barabfindung („**Abfindung**“) von EUR 50,33 je Schaltbau-Aktie zu erwerben.

5.2 Die Verpflichtung von Voltage zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrages im Handelsregister des Sitzes von Schaltbau nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des angemessenen Ausgleichs oder der angemessenen Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt; in diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist.

5.3 Falls bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 dieses Vertrags bestimmten Frist das Grundkapital von Schaltbau aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich ab diesem Zeitpunkt die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung für die zu diesem Zeitpunkt noch nicht abgefundenen Aktien unverändert bleibt. Falls das Grundkapital von Schaltbau bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 dieses Vertrags bestimmten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus dieser Kapitalerhöhung.

5.4 Die Übertragung von Schaltbau-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre von Schaltbau kostenfrei.

5.5 Falls ein Spruchverfahren nach dem SpruchG eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Abfindung vereinbart wird, können auch die bereits abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

6. Auskunftsrecht

6.1 Voltage ist berechtigt, Bücher und Schriften der Schaltbau jederzeit einzusehen.

6.2 Der Vorstand der Schaltbau ist verpflichtet, Voltage jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten von Schaltbau zu geben.

6.3 Unbeschadet der vorstehenden Rechte ist Schaltbau verpflichtet, Voltage über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.

7. Wirksamkeit, Wirkung

7.1 Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der Schaltbau sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Voltage.

7.2 Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der Schaltbau eingetragen worden ist. Er gilt bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung nach Ziffer 2 dieses Vertrages und der Verpflichtung zur Verlustübernahme nach Ziffer 3 dieses Vertrages rückwirkend ab dem Beginn des Geschäftsjahres von Schaltbau, in dem dieser Vertrag im Handelsregister von Schaltbau eingetragen wird.

8. Laufzeit, Kündigung

8.1 Dieser Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen.

8.2 Voltage kann diesen Vertrag erstmals mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende desjenigen Geschäftsjahres von Schaltbau kündigen, das frühestens mit Ablauf von fünf Zeitjahren nach dem Beginn des Geschäftsjahres endet, für welches die Verpflichtung zur Abführung des Gewinns nach Ziffer 2 dieses Vertrages erstmals besteht.

8.3 Danach kann Voltage diesen Vertrag mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines jeden Geschäftsjahres von Schaltbau kündigen. Das ordentliche Kündigungsrecht von Schaltbau (§ 297 Abs. 2 AktG) ist ausgeschlossen.

8.4 Die Kündigung bedarf der Schriftform. Für die Einhaltung der Kündigungsfristen kommt es auf den Zugang des Kündigungsschreibens bei der jeweils anderen Partei an.

8.5 Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Ein solcher Grund liegt insbesondere vor

a) bei Verlust der unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheit der Stimmrechte der Voltage in der Hauptversammlung von Schaltbau;

b) bei Rechtsformwechsel, einer Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer Partei;

c) aus anderen Gründen, die einen wichtigen Grund im steuerlichen Sinne für die Beendigung des Vertrages darstellen.

d) Falls Voltage nach diesem Vertrag bestehende Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt, soll Schaltbau die Voltage hiervon unterrichten und ihr einen Monat Zeit zur Erfüllung geben, bevor Schaltbau diesen Vertrag aus wichtigem Grund kündigt. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.

8.6 Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tages, an dem die Kündigung zugeht.

8.7 Wenn dieser Vertrag endet, hat Voltage den Gläubigern von Schaltbau nach Maßgabe von § 303 AktG Sicherheit zu leisten.

9. Schlussbestimmungen

9.1 Sollten einzelne Bestimmungen dieses Vertrages ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte dieser Vertrag eine Regelungslücke enthalten, lässt dies (unwiderlegbar und ohne dass eine Partei die Absicht der Parteien hierüber darlegen oder beweisen müsste) die Wirksamkeit und Durchführbarkeit der übrigen Bestimmungen unberührt. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Regelungslücke gilt eine angemessene, wirksame und durchführbare Regelung als vereinbart, die dem am nächsten kommt, was die Parteien gewollt haben oder unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck dieses Vertrages gewollt hätten, sofern sie den Punkt von vornherein bedacht hätten.

9.2 Zur Auslegung dieses Vertrags sind die ertragssteuerrechtlichen Bestimmungen für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere §§ 14 bis 19 KStG in ihrer jeweils gültigen Fassung zu berücksichtigen.

9.3 Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäften oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.

9.4 Änderungen oder Ergänzungen dieses Vertrages bedürfen der Schriftform, sofern nicht notarielle Beurkundung vorgeschrieben ist. Dies gilt auch für dieses Schriftformerfordernis. Im Übrigen gilt § 295 AktG.

9.5 Soweit rechtlich zulässig, ist München Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.

Unterschriften

Schaltbau Holding AG:

Datum: _____

_____
Name: [●]
Position: [●]

Datum: _____

_____
Name: [●]
Position: [●]

Voltage BidCo GmbH

Datum: _____

_____
Name: [●]
Position: [●]

GESCHÄFTSBESCHREIBUNG - PEER GROUP-UNTERNEHMEN

Nr.	Gesellschaft	Branche	Beschreibung - S&P Global Market Intelligence
1	Alstom SA	Eisenbahn ausrüstung	Alstom SA bietet Lösungen für die Schienenverkehrsindustrie in Europa, Nord- und Südamerika, Asien und Pazifik, dem Nahen Osten und Afrika. Das Unternehmen bietet Schienenfahrzeuglösungen für Elektrobusse, Straßenbahnen, Straßenbahnzüge und Stadtbahnen, U-Bahnen, Vorortzüge, Regional- und Intercity-Züge, Hochgeschwindigkeitszüge und Lokomotiven sowie Lösungen für Anlagenoptimierung, Konnektivität, digitale Fahrgastinformation, Sicherheit und Mobilität in der Stadt sowie Signaltechnikprodukte, z. B. für den Nah- und Fernverkehr, den Güterverkehr und den Bergbau. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Straßenbahn-, U-Bahn- und Fernbahnsysteme sowie Lösungen für die Gleisverlegung und den Gleisbau, Lösungen für Oberleitungen und Bodeneinspeisungen, Elektrifizierungslösungen und elektromechanische Ausrüstungen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Wartungs-, Modernisierungs-, Ersatzteil- und Reparatur- sowie Unterstützungsdienste an. Darüber hinaus bietet es verschiedene Komponenten an, darunter Drehgestelle, Motoren und Generatoren, Schaltanlagen, Hilfsbetriebeumrichter, Traktionstransformatoren, Komponenten für den Antrieb und Dämpfer. Das Unternehmen wurde 1992 gegründet und hat seinen Sitz in Saint-Ouen, Frankreich.
2	CAF (Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles SA)	Eisenbahn ausrüstung	Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A. entwirft, produziert und vertreibt weltweit Schienenfahrzeuge und Schienenkomponenten. Das Unternehmen bietet Schienenfahrzeuge für Hochgeschwindigkeitszüge, Regionalzüge, Nahverkehrszüge, U-Bahnen, Stadt- und Straßenbahnen, Straßenbahnen und leichte U-Bahnen sowie Lokomotiven an. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Ausrüstungen und Komponenten wie Radsätze, Räder, Achsen und Getriebe sowie Kundendienstleistungen, einschließlich technischer Beratung und Inspektionsrichtlinien, sowie Antriebssysteme und Umrichter, Energiespeichersysteme und Steuerungs- und Kommunikationssysteme sowie Finanzierungslösungen an. Darüber hinaus entwickelt, fertigt, liefert und wartet das Unternehmen Eisenbahnsignalanlagen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Instandhaltungs-, Sanierungs- und Modernisierungsdienstleistungen, Datenerfassung, -speicherung, -verarbeitung und -analyse, Ersatzteilmanagement und Werkstattausrüstung sowie technische Unterstützung und Beratung an. Darüber hinaus entwickelt das Unternehmen schlüsselfertige Lösungen, die eine Reihe von Aktivitäten wie Machbarkeitsstudien, Bauarbeiten, Elektrifizierung und Signalisierung, Wartung und Betrieb des Systems umfassen. Das Unternehmen war früher als Compañía Auxiliar de Ferrocarriles S.A. bekannt und änderte 1971 seinen Namen in Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.. Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A. wurde 1917 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Beasain, Spanien.
3	Knorr-Bremse AG	Eisenbahn ausrüstung	Die Knorr-Bremse Aktiengesellschaft entwickelt, produziert, vermarktet und wartet weltweit Brems- und andere Systeme für Schienen- und Nutzfahrzeuge. Das Angebot umfasst Intelligenzeinstieg, Leistungselektrik und Leittechnik, digitale Lösungen zur Optimierung des Schienenverkehrs, Kupplungen, Signalsysteme, stationäre und mobile Prüfeinrichtungen, Wisch- und Waschanlagen sowie Sanitärsysteme für den Nah- und Fernverkehr. Außerdem bietet das Unternehmen elektronische Bremssteuerungen sowie Fahrerassistenz-, Luftversorgungs- und Antriebsstrangsysteme für Lkw, Busse, Anhänger und Landmaschinen an. Darüber hinaus bietet es Leasing-, Holding-, Logistik-, Medien- und IT-Dienstleistungen an. Das Unternehmen wurde 1998 gegründet und hat seinen Hauptsitz in München, Deutschland. Die Knorr-Bremse Aktiengesellschaft ist eine Tochtergesellschaft der KB Holding GmbH.
4	Stadler Rail AG	Eisenbahn ausrüstung	Stadler Rail AG entwickelt, produziert und vertreibt Züge in der Schweiz und international. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Rolling Stock sowie Service und Komponenten. Im Segment Rolling Stock werden Hochgeschwindigkeits- und Intercity-Züge, Vorort- und Regionalverkehrszüge, Nahverkehrszüge, Lokomotiven und massgeschneiderte Fahrzeuge sowie Reisezugwagen, Stadtbahnen, Trams und Metros hergestellt. Im Segment Service und Komponenten bietet das Unternehmen Modernisierungen und Revisionen, Ersatzteile, Fahrzeugreparaturen, Modernisierungen und Überholungen sowie Instandhaltungsdienstleistungen an und liefert Fahrzeugkomponenten wie Wagenkästen oder Drehgestelle. Die Stadler Rail AG wurde 1942 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Bussnang, Schweiz.
5	Talgo SA	Eisenbahn ausrüstung	Talgo, S.A., ein Unternehmen für Schienenfahrzeugtechnik, entwickelt, produziert und wartet weltweit leichte Züge. Das Unternehmen bietet Hochgeschwindigkeits- und Intercity-Züge sowie Lokomotiven an. Das Unternehmen bietet auch Wartungsgeräte, einschließlich Unterflur-Radreinigungsanlagen für die Wartung von Hochgeschwindigkeits- und Fernverkehrszügen, sowie Rangierwagen und Messgeräte für Bahnbetreiber an. Darüber hinaus bietet es Instandhaltungs- und Modernisierungsdienste für rollendes Material an. Das Unternehmen war früher unter dem Namen Pegaso Rail International, S.A. bekannt. Das Unternehmen wurde 1942 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.
6	Vossloh AG	Diverse Metallerzeugnisse	Die Vossloh AG fertigt und vertreibt weltweit Produkte und Dienstleistungen für die Schieneninfrastruktur. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsbereichen tätig: Core Components, Customized Modules und Lifecycle Solutions. Der Geschäftsbereich Core Components entwickelt, produziert und vertreibt Schienenbefestigungssysteme für den Nah-, Fern- und Hochgeschwindigkeitsverkehr sowie für den städtischen Nahverkehr. Darüber hinaus stellt der Geschäftsbereich Betonschwellen, Weichenschwellen und Betonelemente für Feste Fahrbahnen und Bahnübergangssysteme her. Der Geschäftsbereich Customized Modules fertigt, installiert und wartet Weichen und Kreuzungen sowie die dazugehörigen Steuerungs- und Überwachungssysteme für Stadtbahn- und Hochgeschwindigkeitsanwendungen. Der Geschäftsbereich Lifecycle Solutions befasst sich mit dem Schienenhandel, der Entladung von Langschienen auf Baustellen, dem Schweißen neuer Schienen, der Aufarbeitung alter Schienen, dem Schweißen vor Ort, dem Schienenaustausch, dem Schienenschleifen/-fräsen, der Schieneninspektion und der Baustellenüberwachung. Außerdem organisiert und überwacht dieser Bereich die Schienentransporte zu den Baustellen. Das Unternehmen wurde 1883 gegründet und hat seinen Sitz in Werdohl, Deutschland.

Quelle: S&P Global Market Intelligence.

GESCHÄFTSBESCHREIBUNG - PEER GROUP-UNTERNEHMEN

Nr.	Gesellschaft	Branche	Beschreibung - S&P Global Market Intelligence
7	Wabtec (Westinghouse Air Brake Technologies Corp.)	Eisenbahnausrüstung	Die Westinghouse Air Brake Technologies Corporation bietet technologiebasierte Ausrüstungen, Systeme und Dienstleistungen für den Schienengüter- und Personentransport weltweit an. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Güterverkehr und Transit. Das Segment Güterverkehr fertigt und wartet Komponenten für neue und bestehende Güterwagen und Lokomotiven, baut neue Nahverkehrslokomotiven, baut Güterzuglokomotiven um, liefert Bahnelektronik, Zugsicherungssysteme, Signaldesign und technische Dienstleistungen und bietet entsprechende Wärmeaustausch- und Kühlsysteme. Das Unternehmen beliefert börsennotierte Eisenbahngesellschaften, Leasinggesellschaften, Hersteller von Originalausrüstungen, einschließlich Lokomotiven und Güterwagen, sowie Versorgungsunternehmen. Das Segment Transit fertigt und wartet Komponenten für neue und bestehende Fahrzeuge des Personennahverkehrs wie Regionalzüge, Hochgeschwindigkeitszüge, U-Bahnen, Stadtbahnen und Busse, überholt U-Bahnen und liefert Heizungs-, Lüftungs- und Klimaanlagen sowie Türen für Busse und U-Bahnen. Das Unternehmen beliefert öffentliche Verkehrsbetriebe und Kommunen, Leasinggesellschaften und Hersteller von U-Bahn-Wagen und Bussen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen elektronisch gesteuerte pneumatische Bremssysteme, Bahnelektronik, Güterwagen, Zugvorrichtungen, Kupplungen und Gestängesteller, Luftkompressoren und -trockner, Wärmetauscher und Kühlprodukte sowie Gleis- und Weichenprodukte. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Eisenbahnbremsausrüstungen und zugehörige Komponenten, Reibungsprodukte, neue Nahverkehrs- und Rangierlokomotiven, Überholungsdienste für Transitlokomotiven und -wagen sowie Überholungs- und Modernisierungsdienste für Güterlokomotiven. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Türen für Busse und U-Bahnen, Bahnsteigtüren, Stromabnehmer, Fensterbaugruppen, Kupplungen, barrierefreie Aufzüge und Rampen für Busse und U-Bahnen sowie Fahrmotoren an. Die Westinghouse Air Brake Technologies Corporation wurde 1869 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Pittsburgh, Pennsylvania.
8	TE Connectivity Ltd.	Elektronische Steckverbinder	TE Connectivity Ltd. produziert und vertreibt zusammen mit seinen Tochtergesellschaften Verbindungs- und Sensorlösungen in Europa, im Nahen Osten, in Afrika, im asiatisch-pazifischen Raum und in Amerika. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Transportation Solutions, Industrial Solutions und Communications Solutions. Das Segment Transportation Solutions bietet Terminals und Steckverbindersysteme und -komponenten, Sensoren, Antennen, Relais, Anwendungswerkzeuge sowie Draht- und Schrumpfschlauchprodukte für den Einsatz in den Bereichen Automobil, kommerzieller Transport und Sensorik. Das Segment Industrielösungen bietet Klemmen und Steckverbindersysteme und -komponenten, Schrumpfschläuche, Komponenten für die interventionelle Medizin, Relais sowie Drähte und Kabel für die Luft- und Raumfahrt, die Verteidigungsindustrie, die Öl- und Gasindustrie, die Industrieausrüstung, die Medizintechnik und den Energiemarkt. Das Segment Communications Solutions liefert elektronische Komponenten wie Klemmen und Steckverbindersysteme und -komponenten, Relais, Schrumpfschläuche und Antennen für den Daten- und Geräte- sowie den Haushaltsgerätemarkt. TE Connectivity Ltd. vertreibt seine Produkte in etwa 140 Ländern, vor allem durch Direktverkauf an Hersteller sowie über Drittvertriebe. Das Unternehmen war früher als Tyco Electronics Ltd. bekannt und änderte im März 2011 seinen Namen in TE Connectivity Ltd. TE Connectivity Ltd. wurde im Jahr 2000 gegründet und hat seinen Sitz in Schaffhausen, Schweiz.
9	ABB Ltd.	Schaltanlagen und Schaltschrankausrüstungen	ABB Ltd produziert und vertreibt weltweit Produkte in den Bereichen Elektrifizierung, Industrieautomation, Robotik und Antriebstechnik für Kunden in den Bereichen Energieversorgung, Industrie, Verkehr und Infrastruktur. Das Segment Elektrifizierung bietet Ladeinfrastruktur für Elektrofahrzeuge, Lösungen für erneuerbare Energien, modulare Umspannwerke, Produkte für die Verteilungsautomation, Schalttafeln, Schaltanlagen, USV-Lösungen, Leistungsschalter, Mess- und Sensorgeräte, Steuerungsprodukte, Verdrahtungszubehör, Gehäuse und Verkabelungssysteme sowie intelligente Haus- und Gebäudelösungen für die Integration und Automatisierung von Beleuchtungs-, Heizungs-, Lüftungs-, Sicherheits- und Datenkommunikationsnetzwerken. Das Unternehmenssegment Robotik & Diskrete Automation bietet Industrieroboter, Software, Robotiklösungen und -systeme, Außendienstleistungen, Ersatzteile und digitale Dienstleistungen an. Dieses Segment bietet auch Lösungen auf der Grundlage seiner speicherprogrammierbaren Steuerungen, Industrie-PCs, Servoantriebe, Transportsysteme und Bildverarbeitung. Das Segment Industrieautomation entwickelt und vertreibt branchenspezifische, integrierte Automatisierungs- und Elektrifizierungssysteme und -lösungen sowie digitale Lösungen, Lifecycle Services und Anwendungen der künstlichen Intelligenz für die Prozess- und Hybridindustrie. Dieses Segment bietet auch Prozess- und diskrete Steuerungstechnologien, fortschrittliche Prozesssteuerungssoftware und Fertigungsausführungssysteme, Sensor-, Mess- und Analyseinstrumente, elektrische Schiffsantriebssysteme und große Turbolader sowie Fernüberwachung, vorbeugende Wartung, Asset Performance Management und Cybersecurity-Services. Das Segment Motion produziert und vertreibt Antriebe, Motoren, Generatoren, Traktionsumrichter und mechanische Antriebssysteme. ABB Ltd. unterhält eine strategische Zusammenarbeit mit IBM. ABB Ltd wurde 1883 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Zürich, Schweiz.

Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anlage 4

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

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.

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
50261 . PN 55495/0/0

(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.