

# Landgericht München I

Az. 5HK O 16371/13



In dem Spruchverfahren

1)



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichterin und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 12.6.2014, 1.10.2014 und 16.12.2014 am 31.7.2015 folgenden

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

- I. Die Anträge der Antragsteller zu 94) und zu 95) auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung werden verworfen.
- II. Die von der Antragsgegnerin gemäß Ziffer 5.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der und der MAN SE zu zahlende Barabfindung wird auf € 90,29 festgesetzt. Der Betrag ist ab dem 18.7.2013 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz unter Berücksichtigung geleisteter Zahlungen zu verzinsen.
- III. Die weiteren Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs werden zurückgewiesen.
- IV. Von den ausschließlich nach dem GNotKG berechneten Gerichtskosten tragen die Antragstellerin zu 94) und 95) je 1/162, die Antragsgegnerin 80/81; die weiteren Gerichtskosten trägt die Antragsgegnerin. Die Antragsgegnerin trägt ihre eigenen außergerichtlichen Kosten sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller – ausgenommen die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 94), zu 95), zu 122) und zu 125), die ihre außergerichtlichen Kosten ebenso wie die Antragsgegnerin selbst tragen.



- V. Der Geschäftswert für das Verfahren sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin an die Gemeinsame Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre werden auf € 7,5 Millionen festgesetzt.



## Gründe:

### A.

#### I.

1. Die Antragsgegnerin – eine 100 %-ige Tochtergesellschaft der – und die MAN SE (im Folgenden auch: die Gesellschaft) schlossen am 26.4.2013 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, aufgrund dessen Ziffer 1.1 die MAN SE die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellte, die demgemäß berechtigt sein sollte, dem Vorstand der MAN SE hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen und zu deren Befolgung der Vorstand verpflichtet wurde. Die Gesellschaft verpflichtete sich in Ziffer 2.1 zur Abführung ihres gesamten nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rückstellungen nach näherer Bestimmung im Vertrag – ermittelten Gewinns. In Ziffer 3.1 verpflichtete sich die Antragsgegnerin zur Verlustübernahme unter Verweis auf die Vorschriften des § 302 AktG.

In Ziffer 4.2 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin, den außenstehenden Aktionären der Gesellschaft ab dem Geschäftsjahr der MAN SE, für das der Anspruch auf Gewinnabführung der Antragsgegnerin gemäß Ziffer 2 des Vertrages wirksam wird, für die Dauer des Vertrages als angemessenen Ausgleich eine ehrliche Barausgleichszahlung („Ausgleich“) zu zahlen. Als Höhe des Ausgleichs legte der Vertrag einen Betrag von € 3,30 brutto für jede Stammaktie und jede Vorzugsaktie abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftssteuer sowie Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz fest, wobei der Abzug nur auf den Teilbetrag des Bruttoausgleichsbetrages in Höhe von € 1,43 je MAN-





Aktie vorzunehmen ist, der sich auf die mit deutscher Körperschaftssteuer belasteten Gewinne der MAN SE bezieht.

Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung nach Ziffer 4 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin in Ziffer 5.1 des Vertrages auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Gesellschaft deren MAN-Aktien gegen eine Barabfindung in Höhe von jeweils € 80,89 je MAN-Stammaktie und Vorzugsaktie zu erwerben. Zudem enthielt der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag in Ziffer 5.6 folgende Regelungen:

„Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der \_\_\_\_\_ oder der MAN [SE] zu einem Zeitpunkt, in dem die in Ziffer 5.2 bestimmte Frist zur Annahme der Abfindung nach Ziffer 5.1 bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär der MAN berechtigt, seine zum Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrages von ihm gehaltenen MAN-Aktien gegen Zahlung der in Ziffer 5.1 bestimmten Abfindung je MAN-Stammaktien bzw. je MAN-Vorzugsaktie an die \_\_\_\_\_ zu veräußern und die \_\_\_\_\_ ist verpflichtet, die Aktien jedes außenstehenden Aktionärs auf dessen Verlangen zu erwerben. Wird die in Ziffer 5.1 bestimmte Abfindung je MAN-Stammaktie bzw. je MAN-Vorzugsaktie durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht, wird die \_\_\_\_\_ die Aktien der außenstehenden Aktionäre unter den in Satz 1 genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des im Spruchverfahren oder dem Vergleich je MAN-Stammaktie oder je MAN-Vorzugsaktie festgesetzten Betrags erwerben. Dieses Veräußerungsrecht ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister der MAN [SE] nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Ziffer 5.3 und Ziffer 5.4 gelten entsprechend.“

Die Hauptversammlung der über 140.974.350 Stamm- und 6.065.650 Vorzugsaktien ohne Stimmrecht eingeteiltes Grundkapital von € 376.422.400,-- verfügenden MAN SE, deren satzungsgemäßer Unternehmensgegenstand in der Beteiligung an Unternehmen aller Art, insbesondere des Maschinen-, Anlagen-, Fahrzeug- und Motorenbaus sowie des Handels und der Herstellung solcher



Erzeugnisse sowie der Bearbeitung von Werkstoffen aller Art, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 6.6.2013 zu. Am 25.4.2013 hatte bereits die Gesellschafterversammlung der Antragsgegnerin ihre Zustimmung zu diesem Vertrag erteilt.

Die Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages an die Kapitalmärkte erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 9.1.2013. In einem Zeitraum zwischen dem 9.10.2012 und dem 8.1.2013 betrug der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht veröffentlichte gewichtete Durchschnittskurs € 79,03 je Stamm- und € 73,39 je Vorzugsaktie der MAN SE.

2. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstatteten die von der Geschäftsführung der Antragsgegnerin und dem Vorstand der MAN SE beauftragten

und  
eine ge-

meinsame gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der MAN SE (Anlage LL 2), den sie mit € 11,894 Mrd. veranschlagten. In Anwendung der Ertragswertmethode gingen die beiden Bewertungsgutachter von einer die Jahre 2013 bis 2017 umfassenden Detailplanungsphase aus, wobei sie neben den Planannahmen für die MAN-Gruppe vor allem Planungsunterlagen für MAN Truck & Bus, MAN Latin America, MAN Diesel & Turbo, Renk sowie Zentrale/Konsolidierung heranzogen. Im Anschluss daran wurde ab den Jahren 2018 ff. das Ergebnis der Ewigen Rente abgeleitet. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse legten die beiden Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 2,5 % vor Steuern zugrunde; der Basiszinssatz, der dem Hauptversammlungsbeschluss zugrunde lag, betrug entsprechend einer Stichtagserklärung 2,25 % vor Steuern. In Anwendung des (Tax-)CAPM gingen die Bewertungsgutachter von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern aus und leiteten dann einen Risikozuschlag von 5,82 %, 6,06 %, 5,95 %, 5,7 % und 5,67 % in den Jahren der Detailplanungsphase sowie von 5,4 % in der Ewigen Rente aus verschuldeten Beta-Faktoren von 1,06, 1,1, 1,08, 1,04 und 1,03 sowie von



0,98 im Terminal Value, der aus einer Peer Group ermittelt wurde, ab. Im Zeitraum der Ewigen Rente setzten einen Wachstumsabschlag von 1 % an. Zudem berücksichtigten sie nicht betriebsnotwendige Immobilien mit einem Wert von € 57 Mio. und ein Körperschaftssteuerguthaben, das auf den Tag der Beschluss fassenden Hauptversammlung diskontiert € 7 Mio. betrug.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 17.01.2013, Az. 5HK O 1167/13 zur Vertragsprüferin bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 26.4.2013 (Anlage LL 3) zu dem Ergebnis, der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vorgesehene Ausgleich in Höhe von jeweils € 3,07 netto je MAN-Stamm- und Vorzugsaktie sei ebenso angemessen wie die Abfindung von einheitlich € 80,89 je Stamm- und Vorzugsaktie der Gesellschaft.

Nach der Vorlage des Bewertungsgutachtens und des Prüfungsberichts der Vertragsprüfer kam es zu Plananpassungen gegenüber den ursprünglich geplanten Ertragsprognosen, die der Vorstand der MAN SE in einer Stichtagserklärung gegenüber darstellte. Diese Anpassungen betrafen das Service-Geschäft des Bereichs MAN Diesel & Turbo, zusätzlich entstandenen Rückstellungsbedarf im Zusammenhang mit einem Großauftrag zur Errichtung schlüsselfertiger Dieselmotoren sowie im Rahmen einer Betriebsprüfung aufgetretener erheblicher steuerrechtlicher Risiken für die Veranlagungszeiträume 2004 bis 2006. Da zudem der Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag auf 2,25 % vor Steuern gesunken war, errechneten die Bewertungsgutachter einen aktualisierten Unternehmenswert der MAN SE einen Wert von € 80,56 je Stamm- und Vorzugsaktie sowie eine Ausgleichszahlung von € 3,07 je Stamm- und Vorzugsaktie abzüglich eines von der Gesellschaft zu entrichtenden Betrages für die Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag. Diese reduzierte Abfindung wurde von der Hauptversammlung am 6.6.2013 nicht zugrunde gelegt, sondern es verblieb bei den ursprünglich im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgelegten Werten von € 80,89 für die Abfindung und € 3,30 brutto für den Ausgleich.



Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens und des Prüfungsberichts wird in vollem Umfang auf die Anlagen LL 2 und LL 3 Bezug genommen.

3. Der Beschluss über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wurde am 16.7.2013 in das Handelsregister eingetragen und anschließend am 17.7.2013 durch das Amtsgericht – Registergericht – München gemäß § 10 HGB bekannt gemacht.

## II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 17.10.2013 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässig gestellten Anträge müsse die Barabfindung ebenso wie der Ausgleich erhöht werden, weil deren Festsetzung unangemessen niedrig erfolgt sei.

1. Dies ergebe sich bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
  - a. Bereits allgemeine Planansätze seien unzureichend gewürdigt worden. So zeige sich mangelnde Planungstreue in der Vergangenheit; gerade das Ausmaß der Abweichungen der Ist- zu den Planergebnissen belege die Ungeeignetheit der Planannahmen. Auch seien in der Vergangenheit Marktstudien zu stark vernachlässigt worden. Ebenso bestehe die Gefahr der Vornahme einer anlassbezogenen Planung.



Angesichts vorgenommener Plananpassungen im Service-Geschäft des Bereichs Diesel & Turbo, bei einem Großauftrag für schlüsselfertige Dieselmotoren und der Planungskorrektur der Steuerrückstellungen müsse von deren Erkennbarkeit schon im Zeitpunkt der Prüfung ausgegangen werden. Auch müsse die Dauerhaftigkeit der Plankorrekturen in Phase I hinterfragt werden, zumal gerade Steuerrückstellungen ein einmaliges Ereignis seien. Ebenso hätte es aber dann auch zu positiven Anpassungen kommen müssen, weil beispielsweise eine Presseerklärung vom 30.9.2013 über die Lieferung von 5.200 Fahrzeugen an den brasilianischen Staat diese Notwendigkeit ebenso belege wie ein Militärauftrag aus einem Joint Venture mit Rheinmetall. Die Berücksichtigung schlechterer Erwartungen im After-Sales-Geschäft führe zu einer unzulässigen Doppelerfassung des Risikos. Aufgrund der vorgenommenen Plankorrekturen müsse es auch zu einer Überarbeitung der Personal- und Investitionsplanung kommen.

- b. Die fehlende Plausibilität der Planung resultiere weiterhin aus unzutreffenden Annahmen in den einzelnen Geschäftsfeldern der MAN SE.
  - (1) Dies zeige sich bereits im Bereich MAN Truck & Bus sowohl in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente.
    - (a) Der Anpassungsbedarf in Phase I ergebe sich bereits daraus, dass die tatsächlichen Betriebsergebnisse der Jahre 2010 und 2011 erst wieder im dritten Jahr der Detailplanungsphase erreicht werden sollten. Zudem spiegele die Planung nur vorgenommene Erweiterungsinvestitionen wieder, nicht aber die allgemeine Marktentwicklung. Gerade der Neubau eines Werks in St. Petersburg diene dem Halten der Position auf dem zweitstärksten Absatzmarkt und umgehe die bestehenden Einfuhrzölle. Gerade mit Blick auf die Weiterentwicklung der Russischen Föderation könne der Ansatz eines nur geringen langfris-



tigen Wachstums angesichts der Olympischen Winterspiele in 2014 und der Fußball-Weltmeisterschaft im Jahr 2018 nicht plausibel sein; auch aus Marktstudien ergebe sich eine Fortentwicklung des Premiumsektors auf diesem Markt. Der Ansatz zunächst rückläufiger Ergebnisse rechtfertige sich auch nicht aus der Lage in den Krisenländern Südeuropas mit nur 15 % Anteil am gesamten Europäischen Markt für mittelschwere und schwere Nutzfahrzeuge, weshalb sich vor allem die Staatskrise in Griechenland nicht auswirken könne.

Die Planung berücksichtige nicht hinreichend den weltweiten Anstieg der Transportleistungen. Auch blende die Planung Vorzieheffekte aus der Einführung der EURO-VI-Abgasnorm aus. Die mangelnde Plausibilität ergebe sich zudem aus der Erwägung heraus, dass MAN im Kernmarkt Europa ohne Deutschland für 2012 bis 2017 angesichts einer Marktprognose von + 6,3 % p.a. bei einer geplanten Wachstumsrate von 3 % p.a. bei Stagnation von 2015 bis 2017 auf einen Marktanteil von 16,5 % absinken werde und andererseits in der Planung vom Gewinnen von Marktanteilen die Rede sei.

Weiterhin müsse die Planung stärker die Umsatzpotenziale aus den BRIC-Staaten, insbesondere in Indien berücksichtigen. Ebenso verkenne die Planung die Nachfrage nach hochwertigen schweren LKW's vor allem in Russland und China, aber gegebenenfalls auch in Indien. Beim Fehlen des Zugewinns von technischer Expertise der indischen Regionalanbieter stelle sich die Planung für Indien als zu pessimistisch dar.

In Deutschland müsse es zu einem stärkeren Einfließen der sich aus der Liberalisierung des Fernbusverkehrs und dem Einsatz von Gigalinern ergebenden Potentiale kommen. Auch übersehe die Planung das Joint Venture mit Rheinmetall.



Die Ansätze zum After-Sales-Geschäft hätten positiver und nicht unterproportional geplant werden müssen. Ebenso zeige sich der zu konservative Ansatz angesichts der Möglichkeit der Rückgewinnung von Marktanteilen insbesondere von Daimler-Benz durch die sehr gute Annahme des Truck Concepts S.

Ein Rückgang der EBIT-Marge auf 3,5 % im Jahr 2013 und 5,4 % im Jahr 2014 lasse sich nicht rechtfertigen. In der Detailplanungsphase hätte eine margenbasierte Planung, ergänzt um eine Diskussion künftiger Preisentwicklungen, erfolgen müssen. Unklar bleibe, inwieweit in Brasilien und Asien überhaupt neue Anbieter in den Markt drängen würden. Die Ergebnisse von MAN Truck & Bus und MFI hätten getrennt ausgewiesen werden müssen.

- (b) Nicht hinnehmbar seien die Ansätze für den Terminal Value. Bereits wegen der Dauer von Konjunkturzyklen und der Lebensdauer der Erzeugnisse wäre die Zwischenschaltung einer Grobplanungsphase zwingend erforderlich gewesen. Aus der IHS-Studie ergebe sich gerade auch, dass das Jahr 2017 die Mitte eines Konjunkturzyklus für den Nutzfahrzeugmarkt darstelle. Zudem zeige sich dies schon an internen Hochrechnungen bis in das Jahr 2022. Die Annahme eines grundsätzlich zyklischen Verlaufs der Umsätze stelle sich als fehlerhaft dar.
- (2) Bei den Planannahmen für MAN Latin America fehle es bereits an einer hinreichenden Berücksichtigung quantitativer Studien zum brasilianischen Bus-Absatzmarkt. Ebenso hätte die Entwicklung der Exportmärkte in Lateinamerika und Afrika die Umsatzerlöse positiver beeinflussen müssen. Die fehlende Plausibilität beruhe auch auf der Erwägung, die brasilianische Verkehrsinfrastruktur müsse höhere Wachstumsraten nach sich ziehen. Weiterhin fehle die Berücksichtigung der Einführung neuer Abgasnormen in Brasilien, die zu einem



nicht hinreichend in die Planung eingeflossenen Absatzstau führe. Zudem komme es in Brasilien zu einer Verschiebung der LKW-Flotte vom Niedrig- hin zum Premiumsegment, das MAN vor allem bediene.

In der Ewigen Rente werde das Preiswachstum in Lateinamerika zu Unrecht außer Betracht gelassen.

- (3) Die Planung von MAN Diesel & Turbo mit sinkenden Umsätzen in der Detailplanungsphase vernachlässige den vorläufigen Tiefpunkt der Krise am Schiffsmarkt bezogen auf die Zahl der bestellten Schiffe bereits im Jahr 2012. Zu Unrecht setze die Planung für Asien eine Stagnation an. Ebenso hätte im Schiffsbau verstärkt ein Aufwärtszyklus berücksichtigt werden müssen. In die Planung eingeflossene Marktstudien seien überholt. Angesichts des Alleinstellungsmerkmals der Gesellschaft für Dieselsechnologie müsse die Planung als zu konservativ bezeichnet werden. Unangemessen hoch erfolge der Ansatz der Reduzierung der Umsatzrückgänge in Phase I angesichts eines hohen Umsatzrückgangs bereits im ersten Halbjahr 2013 mit einem Wert von 7 % unter dem Vorjahresniveau. Dem After-Sales-Bereich müsse dieselbe EBIT-Marge zugeordnet werden wie dem gesamten Bereich MAN Diesel & Turbo.
- (4) Im Bereich Renk müsse es bereits deshalb zu einer Anpassung der Planansätze kommen, weil ein Widerspruch zwischen der Planung des Mitarbeiteraufbaus und dem Verlauf der Umsatzerlösplanung bestehe. Auch sei es unplausibel, wenn angesichts des Vorliegens eines vergleichsweise hohen Auftragseingangs im Jahr 2012 und eines für 2013 erwarteten Großauftrags dies erst ab 2014 sukzessive umsatzwirksam werde. Nicht nachvollzogen werden könne das praktisch nicht vorhandene Umsatzwachstum bei der Planung von Renk.





(5) Einer Reihe von Einzelpunkten der Planannahmen sowohl auf Umsatz- wie auf Aufwandsseite fehle die Plausibilität ebenso wie die entsprechende Grundlage für diese Annahmen.

- (a) So stelle sich die sachgerechte Planung der Zinsergebnisse als fraglich dar. Ebenso hätte die Beteiligung der Gesellschaft an Scania zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen genommen werden müssen. Zudem hätte zur Bewertung der Beteiligungen auf die zum Stichtag vorhandenen aktuellen Analystenreports zurückgegriffen werden müssen. Weiterhin wäre es notwendig gewesen, bei Scania und dem chinesischen Unternehmen Sinotruk auf Wachstumsraten entsprechend globaler Realwachstumsprognosen und auf Inflationsentwicklungen abzustellen. Das Fortschreiben der Dividenden blende strukturelle Verbesserungen der Aussichten für künftige Konjunkturzyklen infolge bestehender Synergien der [redacted] und der MAN SE sowie die Verbesserung des Umfelds ab 2014 aus, zumal [redacted] selbst eine Verdoppelung der Produktion erwarte und [redacted] langfristig gutes Absatzpotenzial entsprechend der Aussagen der Verantwortlichen von [redacted] sehe.

Unplausibel sei das Absinken der sonstigen betrieblichen Erträge mit einem Anteil am Umsatz von 3,4 % in 2012 bis auf 2,5 % im Terminal Value bei gleichzeitigem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in derselben Periode von 5,6 % in 2012 bis auf 6,8 % in der Ewigen Rente. Unklar sei, worauf sich der Wert des Guthabenzinses von 1 % im Finanzergebnis beruhe. Ebenso wenig könne die Entwicklung der Umsatzerlöse im Bereich Zentrale/Konsolidierung von € 176 Mio. im Jahr 2012 auf € - 443 Mio. im Jahr 2017 nachvollzogen werden.

- (b) Der Investitionsplanung mit Investitionen von € 793 Mio. und Abschreibungen von € 494 Mio. fehle die Plausibilität, nachdem



der Konzernabschluss 2013 Investitionen von € 558 Mio. vorsehe. Ebenso wenig stelle sich der Anstieg der Abschreibungen bei MAN Truck & Bus um 8,2 % p.a. als plausibel dar angesichts im Zeitablauf abnehmender Investitionen. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen könne angesichts der Verzahnung mit dem und sehr hoher Entwicklungskosten bei einem nur marginalen, unterhalb des Wachstums im Gesamtkonzern verbleibenden Umsatzwachstums von 5,2 % p.a. bei MAN Truck & Bus nicht sachgerecht sein. Ebenso unplausibel seien der Anstieg der Verwaltungsaufwendungen und die Verschlechterung des EBIT im Bereich Zentrale/Konsolidierung.

- (c) Unklar bliebe die Planung der Wechselkurse, die Auswirkungen von Abweichungen in Relation im Gesamtumfang des Umsatzes sowie die Existenz von Sicherungsgeschäften. Ebenso unklar bleibe die angemessene und zutreffende Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge.
- (d) Der Ansatz eines Rückgangs der EBIT-Marge auf 3,5 % trotz eines leichten Anstiegs der Bruttoergebnismarge von 20,8 % auf 21,1 % sei inkonsistent. Beim After-Sales-Geschäft müsse man die Margen und deren Branchenüblichkeit hinterfragen. Unklar sei der Umsatzanteil, der bis 2017 auf das After-Sales-Geschäft entfallen solle.
- (e) Hinsichtlich der anzusetzenden Synergien bleibe der Umfang in den einzelnen Planjahren auch bei Angabe des Wertes von € 125 Mio. unklar. Dies gelte auch für zu berücksichtigende Verbundeffekte aus der Finanzierung. Angesichts des Innovationsvorsprungs von Scania und dem 17,8 %-Anteil der Gesellschaft an Scania hätten Synergien mit diesem Unternehmen, von denen die Gesellschaft profitieren könne, in die Planung einfließen



müssen. Ebenso hätte die Planung Synergien im Bereich Forschung & Entwicklung ausweisen müssen.

- (f) Der Ansatz einer 50 %-igen Ausschüttungsquote müsse angesichts der dips/DSW-Dividendenstatistik als unrealistisch angesehen werden. Zudem stelle es sich als widersprüchlich dar, wenn das Zinsergebnis nicht im Umfang der Thesaurierung sinke. Die Besteuerung der Thesaurierung im Terminal Value mit einem Ansatz von 12,5 % zuzüglich des Solidaritätszuschlags erfolge nicht sachgerecht. Weiterhin stelle es einen systematischen Fehler dar, einen Betrag von € 80 Mio. für organisches Wachstum in der Ewigen Rente in Ansatz zu bringen. Ausschüttungen hätten aus dem steuerlichen Einlagenkonto erfolgen müssen.

2. Der Ansatz des Kapitalisierungszinssatzes erfolge unzutreffend und benachteilige die Minderheitsaktionäre.

- a. Dies gelte bereits für den mit 2,5 % vor Steuern zu hoch angesetzten Basiszinssatz. Dabei dürfe nicht auf Bundesanleihen als risikolose Alternativanlage abgestellt werden. Zudem müsse wegen der Existenz von Credit Default Swaps ein Abschlag auf den Basiszinssatz vorgenommen werden.
- b. Der Risikozuschlag falle in der Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value zu hoch aus. Bereits das herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als ungeeignet dar. In keinem Fall dürfe dabei das arithmetische Mittel mit einem einjährigen Wiederanlagehorizont herangezogen werden. Die Ermittlung des individuellen Risikos auf der Basis einer ohnehin unzutreffend zusammengesetzten Peer Group verkenne die Notwendigkeit des Ansatzes des unternehmenseigenen Beta-Faktors der MAN SE. Es verbiete sich weiterhin ein Zuschlag auf den unverschuldeten Beta-Faktor. Zudem müsse entscheidend auf die Bonität der abgestellt werden angesichts der Einordnung von MAN SE in diese Gesellschaft. Ei-



ne Erhöhung der Marktrisikoprämie insbesondere auch wegen des als Folge der Staatsschuldenkrise niedrigen Basiszinssatzes dürfe nicht erfolgen.

- c. Im Terminal Value müsse der Wachstumsabschlag höher angesetzt werden. Dies resultiere bereits aus der guten Wachstumsperspektive der Gesellschaft und der unzureichenden Berücksichtigung ihrer Präsenz auf Wachstumsmärkten mit der Folge der Möglichkeit, Preiserhöhungen in stärkerem Umfang auf die Kunden überwälzen zu können. Auch stehe der niedrige Wachstumsabschlag in Widerspruch zu den langfristig positiven Marktentwicklungen, wie dies beispielsweise in der Studie von LMS zum Ausdruck komme. Ebenso hätte die höhere Inflation in den Schwellenländern einfließen müssen. Der Umstand der zeitlich versetzten, aber gleichförmigen Entwicklung von Steigerung des Bruttoinlandsproduktes und der Inflationsrate führe dazu, dass die Inflationsrate auch den Wachstumsabschlag bestimme. Aus einer Studie der Europäischen Zentralbank aus dem Jahr 2007 über einen Zusammenhang zwischen Unternehmensverträgen und dem Bruttoinlandsprodukt lasse sich ein höherer Wachstumsabschlag ableiten. Zudem sei es widersprüchlich, wenn die
- bei der Bewertung zu Rechnungslegungszwecken im Jahresabschluss 2012 von einer langfristigen Wachstumsrate von 2 % ausgehe.

3. Das angesetzte nicht betriebsnotwendige Vermögen müsse gleichfalls hinterfragt werden, wobei auch die Art und Weise der Ermittlung der Werte für die nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und die Notwendigkeit eines Besteuerungsansatzes unklar bleibe. Zudem sei offen, ob es nicht weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei der Gesellschaft gebe. Als Sonderwert müsse die vorhandene Liquidität ebenso wie das steuerliche Einlagenkonto in die Unternehmensbewertung einfließen. Weiterhin sei zu prüfen, ob es konkrete Anhaltspunkte für das Bestehen von Schadensersatzansprüchen gegen Dritte – also handelnde Personen, Berater, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder eine D&O-Versicherung – im Zusammenhang mit den (Korruptions-)Vorfällen bei



Ferrostaal gebe, es sei denn, diese seien hinreichend deutlich bei den sonstigen betrieblichen Erträgen abgebildet.

4. Die Unangemessenheit der Abfindung resultiere weiterhin aus einem fehlerhaften Ansatz des Börsenkurses; seit der Übernahme durch die müsse sich der Börsenkurs der MAN SE ähnlich wie der Kurs der herrschenden Gesellschaft entwickeln. Auch werde der Aktienkurs von in Mehrheitsbesitz befindlichen Gesellschaften systematisch nach unten verzerrt und mit einem Optionsabschlag gehandelt. Fehlerhaft erfolgt sei die Ermittlung des als Untergrenze anzusetzenden Börsenkurses unter Zugrundelegung eines Referenzzeitraums von 9.10.2012 bis einschließlich 8.1.2013.

Unzutreffend sei zudem auch der Ansatz eines einheitlichen Abfindungsbetrages für die Stamm- und die Vorzugsaktien.

5. Die angesetzte Ausgleichszahlung von € 3,30 brutto sei unangemessen. Neben dem zu niedrig ermittelten Ertragswert ergebe sich die Notwendigkeit einer Erhöhung des Ausgleichs aus der fehlerhaften Bildung des Verrentungszinssatzes. Dieser müsse aus dem vollen Kapitalisierungszinssatz, jedenfalls aber aus einem risikoadjustierten Mittelwert aus Basiszinssatz und dem Kapitalisierungszinssatz der MAN SE entsprechend dem in der obergerichtlichen Rechtsprechung vorherrschenden Ansatz errechnet werden.

### III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, wobei dies zum Teil infolge ihrer Unzulässigkeit, in jedem Fall aber wegen der Angemessenheit der festgesetzten Kompensationsleistungen in Form der Abfindung und des Ausgleich erfolgen müsse.



Die Unzulässigkeit des Antrages betreffe zunächst den Antragsteller zu 27), dessen Antrag nicht die erforderliche Begründungstiefe aufweise. Bei den Antragstellern zu 58), 64) und 65) resultiere die Unzulässigkeit zum einen aus der fehlenden Wirksamkeit der Verfahrensvollmacht für ihren sie anwaltlich vertretenden Vater, weil ein Ergänzungspfleger für die minderjährigen Antragsteller hätte bestellt werden müssen; zum anderen fehle den Anträgen angesichts ihrer Rechtsmissbräuchlichkeit das Rechtsschutzbedürfnis, nachdem die Antragstellung ausschließlich dem Gebühreninteresse des Vaters – selbst Antragsteller – diene. Bei den Anträgen der Antragsteller zu 94) und 95) resultiere die Unzulässigkeit aus der fehlenden Darlegung der Aktionärseseigenschaft am Tag des Eingangs bei Gericht.

Die fehlende Begründetheit aller übrigen Anträge resultiere aus der zutreffenden Ermittlung der Abfindung entsprechend der Ertragswertmethode und darauf aufbauend beim Ausgleich aus dem sachgerecht gewählten Verrentungszinssatz.

1. Die Planannahmen der Gesellschaft seien plausibel und daher nicht korrekturbedürftig.
  - a. Sachgerecht erfolge die Darstellung der allgemeinen Planannahmen, die der Vorstand der Gesellschaft ohne Beeinflussung durch die  
erstellt habe, nachdem er erst durch die Ad hoc-Mitteilung vom 9.1.2013 über den geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag informiert worden sei. Die Effekte zwischen dem Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungsgutachten und dem Bewertungsstichtag seien zutreffend in die Bewertung einbezogen worden, was zunächst für den nicht erwarteten Einbruch der Umsätze und Auftragseingänge im Service-Geschäft des Bereich MAN Diesel & Turbo in den ersten vier Monaten des Jahres 2013 ebenso gelte wie für den sich als zunehmend defizitär erweisenden Großauftrag schlüsselfertiger Dieselmotoren in Guadeloupe, La Réunion und Martinique. Sachgerecht erfolge auch die Planungskorrektur hinsichtlich der Steuerrückstellungen wegen neuer Erkenntnisse im



Zusammenhang mit einer Wertpapierleihe durch die Ferrostaal GmbH. Positive Anpassungen seien dagegen entbehrlich gewesen, weil namentlich die Lieferung von rund 5.200 Fahrzeugen an den brasilianischen Staat bereits in der Planung von MAN Latin America enthalten gewesen sei. Ebenso wenig lasse sich aus den reduzierten Ergebniserwartungen im After-Sales-Geschäft von MAN Diesel & Turbo eine Doppelberücksichtigung von Risiken ableiten.

b. Die Planannahmen in der gesamten Gruppe seien ebenso wie bei den einzelnen Segmenten plausibel.

(1) Die Umsatzentwicklung im Bereich MAN Truck & Bus sei nicht zu konservativ, sondern ambitioniert geplant, was sich bereits an der Annahme des Rückgewinns von Marktanteilen von Wettbewerbern und dem im Durchschnitt über den Wachstumsraten der Wettbewerber liegenden Umsatzwachstum zeige. Das unterproportionale Wachstum des Bus-, Motoren- und Komponenten- sowie After-Sales-Geschäfts gründe in intensivem und zunehmendem Wettbewerb gerade auch durch den verstärkten Eintritt unlizenzierter Werkstätten. Der Berücksichtigung des möglichen Verkaufs von Gigalintern stehe die Rechtslage entgegen; zudem seien im Falle der Zulassung die Effekte noch nicht analysiert, weil negative Auswirkungen durch sogenannte Kannibalisierung zu berücksichtigen seien.

Die auf Basis der LMC-Daten getroffenen Wachstumsannahmen in dem Privatgutachten von            seien mit hoher Unsicherheit verbunden; die jüngeren LMC-Daten hätten deutlich schlechtere Werte ausgewiesen. Die Entwicklung der Zulassungszahlen der MAN Truck & Bus bestätige die Einschätzung der Planung dieses Teilbereichs als ambitioniert. Auch habe der Vorstand der MAN SE ungeachtet des negativen wirtschaftlichen Umfelds vor allem in den südeuropäischen Krisenländern eine erhebliche Steigerung der Absatzzahlen in der Planung angesetzt. Diese bilde die erwarteten Transportvolumina



ebenso sachgerecht ab wie die Wachstumsraten in den BRIC-Staaten, wobei das Wachstum in Brasilien wie in Lateinamerika auf Basis einer detaillierten und sachgerechten Grundlage im Bereich MAN Latin America erfasst werde.

Der Protektionismus in Russland zugunsten heimischer Produzenten betreffe MAN Truck & Bus als großen ausländischen Wettbewerber besonders. Zum Bewertungsstichtag sei die Entwicklung der Rechtslage in Bezug auf die „Utilization Fee“ noch in Bewegung gewesen. In Russland erwarte die Gesellschaft nur ein geringes langfristiges Wachstum. Das neue Werk in St. Petersburg solle nur die Produktion außerhalb Russlands gelegener Standorte übernehmen, um die „Utilization Fee“ zu vermeiden. Der Umsatzanteil in Indien sei verschwindend gering und die EBIT-Marge gegenwärtig sogar negativ, deren Verminderung beruhe auf Effizienzsteigerungsmaßnahmen.

Die Liberalisierung des Fernbusmarktes führe nur zu einer Verlagerung der Geschäftsfelder bestehender Kunden, in Deutschland vor allem der regionalen Busbetreiber. Zudem erwarte die Gesellschaft einen Einsatz preisgünstigerer Busse durch die Betreiber der Fernbuslinien bzw. der regionalen Busunternehmer, weshalb aus dieser Entwicklung keine vermehrten Absatzchancen zu erwarten seien angesichts der starken Positionierung der MAN SE im Premium Segment.

Aus den strengeren Abgasnormen ergebe sich kein Wettbewerbsvorteil, weil deren Erfüllung Markteintrittsvoraussetzung sei und daher keinem Wettbewerber Vorteile verschaffe. Vorzieheffekte berücksichtige die Planung angemessen, die zudem einen entsprechenden Minderabsatz im Folgejahr nach sich zögen.

Die geringe erwartete Preissteigerung in Phase I sei dem sich verschärfenden Wettbewerb geschuldet, der Preiserhöhungen kaum zulasse. Eine unmittelbare Umsetzung der Kosten für Forschung &





Entwicklung in Umsatz- und Ergebniswachstum könne nicht angenommen werden.

Bei der Entwicklung von Investitionen und Abschreibungen in Phase I gebe es angesichts des Anstiegs der Investitionen mit 11,4 % p.a. und der Abschreibungen mit 6,9 % p.a. keinen Widerspruch.

- (2) Die Planungsrechnung für MAN Latin America beruhe für den Busmarkt in Brasilien insbesondere auf internen Studien aus dem eigenen Vertriebsnetz ebenso wie auf externen Marktstudien, wobei die eigene Marktplanung mit einer jährlichen Wachstumsrate im brasilianischen Busmarkt von 8,9 % deutlich optimistischer sei. Trotz der anstehenden Großereignisse der Fußball-Weltmeisterschaft im Jahr 2014 und der Olympischen Spiele in Rio de Janeiro im Jahr 2016 könne nicht von einer Wachstumsprognose von deutlich mehr als 20 % über fünf Jahre hinweg ausgegangen werden. Zudem müsse in Brasilien mit dem Eintritt neuer Marktteilnehmer gerechnet werden. Ab dem Jahr 2014 erwarte Brasilien in erster Linie punktuelle Investitionen in die Infrastruktur des Landes ohne maßgeblichen Einfluss auf die Langstreckeninfrastruktur des Landes, weshalb die unterentwickelte Infrastruktur mit nur 12 % asphaltierten Straßen weiterhin ein stärkeres Wachstum des LKW-Marktes behindere.

- (3) Keiner Korrektur bedürfe es hinsichtlich der Planannahmen bei MAN Diesel & Turbo.

Im Neubaubereich des Geschäftsbereichs Engines & Marine bestehe ein Zeitversatz von mindestens 12 Monaten zwischen Auftragseingang und dem Generieren von Umsatzerlösen, weshalb die Verringerung der Umsatzerlöse in 2013 konsistent zum Tiefpunkt des Auftragseingangs im Jahr 2012 sei. Von 2013 bis 2017 werde ausgehend von dem niedrigen Niveau des Jahres 2013 eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse um durchschnittlich 8,8 % p.a. in der



Planung angesetzt. Auch erwarte die Gesellschaft in Asien gerade keine Stagnation, sondern gute Wachstumsperspektiven. Allerdings erwarte die Gesellschaft im Bereich der Schiffsneubestellungen keine rasche Erholung.

- (4) Die angenommene Umsatzentwicklung im Geschäftsbereich Renk mit einer Wachstumsrate von 4,5 % p.a. müsse als plausibel bezeichnet werden. Einem deutlichen Überschreiten der Schwelle von € 600 Mio. stünden kapazitive Restriktionen entgegen. Das geplante Wachstum der Belegschaft bei Renk stehe vor dem Hintergrund der in Zukunft geplanten hohen Kapazitätsauslastungen mit den Erwartungen in Einklang.
- (5) Die Planungsrechnung im Bereich Zentrale/Konsolidierung stelle sich als nachvollziehbar dar. Der Rückgang der Umsatzerlöse beruhe auf einer Ausweitung der internen Lieferbeziehungen für die Baureihe MAN TGX zwischen MAN Truck & Bus und MAN Latin America. Die sich aus einer Verstärkung interner Liefer- und Leistungsbeziehungen ergebenden Effekte seien konsolidierungsbedingt und ohne Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Negative EBIT-Effekte hätten ihre Ursache aus einem Anstieg der Verwaltungskosten der MAN SE um rund € 30 Mio. und aus nicht im Einzelnen planbaren Belastungen auf der Ebene der MAN SE.
- (6) Die Ableitung der Ewigen Rente erfolge sachgerecht – ohne die Notwendigkeit der Zwischenschaltung einer Grobplanungsphase – auf der Analyse der langfristigen wirtschaftlichen Erwartungen. Die Ewige Rente bilde einen durchschnittlichen Zustand über sämtliche Phasen eines Konjunkturzyklus ab, wobei die nachhaltig angesetzten EBITs um mehr als 17 % oberhalb des Durchschnitts der im Detailplanungszeitraum geplanten EBITs vor Aktualisierungsanpassungen lägen. Bei deren Berücksichtigung ergebe sich ein nachhaltiges EBIT



von mehr als 34 % über dem durchschnittlichen EBIT der Jahre 2013 bis 2017. Der ausschließliche Vergleich der Werte des letzten Detailplanungsjahres mit den nachhaltigen Werten könne angesichts des zyklischen Charakters des Geschäfts der MAN SE nicht sachgerecht sein.

Gerade im Bereich MAN Truck & Bus liege die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge oberhalb der Durchschnittsmarge der Peer Group aus den Jahren 2004 bis 2012 und von MAN Truck & Bus selbst. Auch bei MAN Latin America dürfe im Terminal Value nicht der Wert des Rekordjahres 2017 herangezogen werden, was in gleicher Weise für MAN Diesel & Turbo gelte, wo es gegenläufige Effekte aus den unterschiedlichen Zyklen der Geschäftsbereiche gebe. Bei Renk entspreche die angesetzte EBIT-Marge in Höhe von 13,3 % der durchschnittlichen Marge des achtjährigen Zyklus von 2010 bis 2017 und stelle somit eine angemessene Trendentwicklung dar.

Im Bereich Zentrale/Konsolidierung sei die Ertragskonsolidierung auf Konzernebene nicht zahlungswirksam und somit als erfolgsneutral anzusehen. Eine Anpassung nach oben ziehe aufgrund der in konsistenter Art und Weise anzupassenden Aufwandskonsolidierung keine Veränderungen des EBIT nach sich.

- (7) Hinsichtlich der Beteiligungsergebnisse verfüge die Gesellschaft aus rechtlichen Gründen über keine Erkenntnisse zu den Planungsunterlagen und -annahmen von Scania und Sinotruk, weshalb die MAN SE auf der Basis verfügbarer Consumerschätzungen von Analysten eine Abschätzung der zu erwartenden Dividendenzahlungen seitens Scania und der At equity-Ergebnisse für Sinotruk vorgenommen habe. Im Terminal Value komme es zu einer Fortschreibung auf der Basis des Mittelwerts, der in Phase I geplanten Jahresüberschüsse bei Scania und der Fortschreibung des erwarteten Jahresüberschusses aus 2017 bei Sinotruk jeweils mit der Wachstumsrate von 1 %.



- (8) Das Zinsergebnis auf der Basis eines Guthabenzinses von 1 % stehe in keinem Widerspruch zu den Thesaurierungsüberlegungen, weil die Thesaurierungsbeträge vor allem zur Refinanzierung des Nettoumlaufvermögens und zur Finanzierung von Investitionen herangezogen würden. Zudem ergebe sich aus der Thesaurierung eine deutliche nachhaltige Entlastung der Zinsaufwendungen um € 116 Mio. p.a., während es bei einer Vollausschüttung zu einem deutlichen Anstieg des Zinsaufwandes käme. Beim Ansatz der Unternehmenssteuern rechne die Gesellschaft mit den ab 1.1.2013 gültigen gesetzlichen Steuersätzen von 20 % in Russland sowie von 31 % bis 32 % in Indien in Abhängigkeit von der jeweiligen Rechtsform.
  - (9) Die Ausschüttungsquote von 50 % im Terminal Value entspreche üblichen Gepflogenheiten und werde von der Rechtsprechung anerkannt. Ebenso sachgerecht vorgenommen sei der Ansatz der typisierten Einkommensteuerbelastung bezüglich der Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von rund 13,19 % inklusive Solidaritätszuschlag. Eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagenkonto dürfe nicht vorgenommen werden.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse angesichts seiner zutreffenden Herleitung nicht verändert werden.
    - a. Hinsichtlich des Basiszinssatzes werde vielfach übersehen, dass dem Hauptversammlungsbeschluss bereits ein niedrigerer Basiszinssatz von 2,25 % zugrunde liege. Die Ableitung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve entsprechend dem Modell von Nelson/Siegel/Svensson stelle sich als sachgerecht dar und erfolge unter Berücksichtigung der zeitlich unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts. Ein Ausfallrisiko bei Bundesanleihen könne ungeachtet der Preise für Credit Default Swaps nicht angenommen werden.



- b. Der in Anwendung des (Tax-)CAPM entsprechend den Empfehlungen des FAUB des IDW ermittelte Risikozuschlag bedürfe keiner Korrektur. Dies zeige bereits die Schätzung impliziter Kapitalkosten, die im Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen einen Wert von 5,62 % im Durchschnitt und von 5,69 % im Median ergäben. Angesichts der Staatsschuldenkrise und des niedrigen Basiszinssatzes entspreche die Empfehlung des FAUB des IDW, die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % anzusetzen, den Erwartungen des Kapitalmarktes. Die seit Beginn der Finanzkrise zu beobachtende Risikoaversion halte an, was sich aus dem andauernden niedrigen Niveau der Rendite deutscher Bundesanleihen ableiten lasse, das die anhaltende Flucht in „sichere Häfen“ reflektiere. Die vorgenommene arithmetische Mittelwertbildung stelle sich bei der Bestimmung von Abzinsungsfaktoren als sachgerecht dar. Der unverschuldete Beta-Faktor von 0,9 liege gerade auch im Vergleich zum unternehmenseigenen Beta-Faktor der MAN SE am unteren Rand der sich ergebenden Bandbreite und beruhe auf einer sachgerechten Auswahl von Peer Group-Unternehmen. Angesichts des verpflichtenden Übernahmeangebots gemäß § 35 ff. WpÜG und der Ad hoc-Mitteilung über den beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages könne eine Beeinflussung und Verzerrung des originären Beta-Faktors der Gesellschaft nicht ausgeschlossen werden.
- c. Der Wachstumsabschlag von 1 % müsse nicht nach oben angepasst werden. Dieser müsse sowohl Steigerungen der Gewinne in Phasen starken Wachstums als auch rückläufige Entwicklungen oder gar einen Einbruch berücksichtigen und in einen angemessenen Ausgleich bringen. Die Prognose des Wachstumsabschlages für die Ewige Rente müsse von Boomjahren und Rezessionen abstrahiert werden. Der Wachstumsabschlag könne nicht anhand der Inflationsrate der Absatzländer ermittelt werden, weil anderenfalls angesichts der Abbildung der Bewertung zugrunde gelegten Erträge der MAN-Gruppe in Euro das Prinzip der Währungsäquivalenz verletzt werde. Ein reales Schrumpfen des Unterneh-



mens resultiere aus dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1 % nicht, weil bereits das thesaurierungsbedingte Wachstum für ein signifikant höheres Wachstum Sorge. Ebenso wenig gebe es einen Widerspruch zur angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 %.

3. Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien mit einem Zeitwert von € 64 Mio. sowie ein Grundstück in Südamerika mit einem Zeitwert von € 7 Mio. seien ordnungsgemäß zu Marktwerten als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes eingeflossen, wobei die fiktiv angenommene Veräußerung der Immobilien zu einer Besteuerung des Veräußerungsgewinns auf Unternehmensebene führe. Die Beteiligung an Scania könne neben ihrer separaten Erfassung nicht nochmals im nicht betriebsnotwendigen Vermögen als Sonderwert erfasst werden. Die liquiden Mittel seien angesichts der Summe langfristiger und kurzfristiger Finanzverbindlichkeiten der Gesellschaft zutreffenderweise nicht als Sonderwert erfasst worden. Eine gesonderte Bewertung der Marke „MAN“ und weiterer zur MAN-Gruppe gehörenden Marken müsse ebenso unterbleiben wie der Kundenbeziehungen, weil es sich dabei um betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände handle. Kunstgegenstände seien allenfalls in geringem Umfang vorhanden und daher nicht zu berücksichtigen. Eine steuerfreie Ausschüttung von dem steuerlichen Einlagenkonto komme auch hier als berücksichtigungsfähig nicht in Betracht. Zum Stichtag bestehende Realisierungschancen in Bezug auf Schadensersatzansprüche seien bereits durch die Höhe der eingeplanten sonstigen betrieblichen Erträge gedeckt.
4. Eine Berücksichtigung des Börsenkurses der  und dessen Entwicklung verbiete sich ebenso wie die Berücksichtigung einer Optionsprämie, nachdem gerade die Überlegung, Börsenkurse von im Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen seien um eine Prämie zu erhöhen, reine Spekulation bedeute. Der Börsenkurs der Gesellschaft sei anhand des maßgeblichen Referenzzeitraums ermittelt worden und liege unterhalb des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes. Die Annahme eines längeren Zeitraums scheidet vorliegend angesichts der Zeitabläufe aus.



5. Die Ermittlung der Ausgleichszahlung auf der Grundlage des risikolosen Basiszinssatzes und eines angemessenen Risikozuschlags für das Ausfallrisiko der  
beruhe auf der Erwägung, dass der Empfänger der Ausgleichszahlung lediglich das Ausfallrisiko des Schuldners tragen müsse, das angesichts der von der  
übernommenen Patronatserklärung letztlich durch die Bonität der  
bestimmt werde. Daher müsse auf den Zinssatz von Anleihen der  
abgestellt werden. Das unternehmerische Risiko der Entwertung der Aktien aufgrund nachhaltiger Weisungen im Falle der Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages entfalle angesichts des Wiederauflebens des Abfindungsanspruches bei Kündigung des Unternehmensvertrages.

#### IV.

1. Das Gericht hat mit Beschluss vom 20.12.2013 (Bl. 279 d. A.)  
zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre der MAN SE bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 280 d. A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung der Gemeinsamen Vertreterin im Bundesanzeiger veranlasst.

Die Gemeinsame Vertreterin rügt in erster Linie den Widerspruch zwischen der Ablehnung eines von der Antragsgegnerin im Mai 2011 gemachten Abfindungsangebots in Höhe von € 95,- je Stammaktie auf der Basis von Bewertungsgutachten durch  
durch den damaligen Vorstand und Aufsichtsrat als zu niedrig, weshalb auch die dem damaligen Gutachten zugrunde liegenden Planungen vorzulegen seien. Ebenso sei der Kapitalisierungszinssatz vor allem in der Ewigen Rente zu hoch angesetzt. Die Berechnung des Risikozuschlages unter Rückgriff auf das (Tax-)CAPM mit einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern müsse kritisch gesehen werden. Der mit 0,98 angesetzte Beta-Faktor könne angesichts des niedrigen Verschul-



ungsgrades der MAN SE kaum nachvollzogen werden. Der Wachstumsabschlag müsse auf mindestens 2 % erhöht werden.

2. In der mündlichen Verhandlung vom 12.6.2014, 1.10.2014 und 16.12.2014 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer der

mündlich angehört. Ferner hat das Gericht die Vertragsprüfer mit Beschlüssen vom 3.7.2014 (Bl. 950/953 d. A.) vom 1.10.2014 (Bl. 1267 d. A.) und vom 16.12.2014 (Bl. 1427 d. A.) beauftragt, zu weiteren Einwendungen und Einzelfragen schriftlich Stellung zu nehmen. Ebenso haben die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer entsprechend einer im Termin vom 1.10.2014 geäußerten Bitte Alternativberechnungen mit geänderten Marktrisikoprämien angestellt und entsprechend ihrer Zusage aus dem Termin vom 12.6.2014 ergänzende Ausführungen gemacht. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörungen und der ergänzenden Stellungnahmen wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 12.6.2014 (Bl. 884/917 d. A.), vom 1.10.2014 (Bl. 1216/1268 d. A.) und vom 16.12.2014 (Bl. 1376/1427 d. A.) sowie die ergänzenden Stellungnahmen der Vertragsprüfer vom 1.9.2014 (Bl. 997/1002 und 1003/1045 d. A.), vom 17.11.2014 (Bl. 1280/1347 d. A.) sowie vom 12.3.2015 (Bl. 1437/1489 d. A.), die den Verfahrensbeteiligten jeweils zugestellt worden sind.

3. Die Antragstellerin zu 24), der Antragsteller zu 25) sowie der Antragsteller zu 26) haben mit jeweils im Wesentlichen identischen Schriftsätzen vom 30.7.2013, 2.8.2013 und 6.8.2013 an das Landgericht München I ebenfalls beantragt, eine angemessene Barabfindung festzusetzen. Die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I hat sich jeweils mit Beschlüssen vom 6.9.2013 in den Verfahren 38 O 17135/13, 38 O 17521/13 und 38 O 17701/13 für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren an die zuständige 5. Kammer für





Handelssachen des Landgerichts München I verwiesen (jeweils Bl. 7/10 d. A. in den Verfahren 38 O 17135/13 und 38 O 17701/13 und Bl. 6/9 d. A. im Verfahren 38 O 17521/13). Diese hat diese drei Verfahren mit Beschlüssen jeweils vom 30.9.2013 – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer eingegangenen Verfahren auch – zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5 HK O 16371/13 hinzuverbunden.

Soweit die Antragstellerin zu 162) ihren Antrag zunächst an das Landgericht München I adressiert hat, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I mit Beschluss vom 29.10.2013, Az. 38 O 22828/13 (Bl. 5/8 d. A. des Verfahrens 38 O 22828/13) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren an die funktionell und nach dem Geschäftsverteilungsplan des Landgerichts München I zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 30.10.2013, Az. 5 HK O 22828/13 (Bl. 9 d. A. des Verfahrens 5 HK O 22828/13) ebenfalls zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5 HK O 16371/13 hinzuverbunden.

4. Die Antragsteller zu 125) und zu 122) haben mit Schriftsätzen ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 15.7.2014 (Bl. 963 d. A.) und vom 8.7.2015 (Bl. 1813 d.A.) ihre Anträge zurückgenommen, wobei der Antragsteller zu 125) auf eine zwischenzeitlich erfolgte Veräußerung der Aktien hingewiesen hat.

## V.

Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 12.6.2014 (Bl. 884/917 d. A.), vom 1.10.2014 (Bl. 1216/1268 d. A.) und vom 16.12.2014 (Bl. 1376/1427 d. A.).

**B.**

Soweit die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen (Bar-)Abfindung zulässig sind, sind sie auch begründet, weil die angemessene Abfindung auf € 90,29 je Stamm- und Vorzugsaktie der MAN SE festzusetzen war.

**I.**

1. Die Anträge der Antragsteller zu 94) und zu 95) sind unzulässig.

Sie entsprechen nicht den Anforderungen aus § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG wonach die Antragsbegründung die Darlegung der Antragsberechtigung nach § 3 SpruchG enthalten muss. Aufgrund von § 3 Satz 2 SpruchG ist in den Fällen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Antragsberechtigung eines außenstehenden Aktionärs nur gegeben, wenn der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist. Dies wurde von den Antragsteller zu 94) und zu 95) in ihrer Antragsbegründung nicht hinreichend dargelegt, als sie ausführten, am Tag der Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages in das Handelsregister Aktien in näher bezeichnetem Umfang gehalten zu haben. Der Tag der Eintragung dieser Strukturmaßnahme in das Handelsregister ist indes für die Antragsberechtigung – anders als beim Squeeze out – ohne Bedeutung. Eine Auslegung der Anträge gemäß § 133 BGB analog entgegen dem klaren Wortlaut des Antrags kommt vorliegend nicht in Betracht. Es ist zwar allgemein anerkannt, dass auch Verfahrenshandlungen der Auslegung zugänglich sind und die Auslegungsregeln des materiellen Rechts und dabei namentlich des § 133 BGB grundsätzlich entsprechende Anwendung finden. Dabei kann zwar im Zweifel davon ausgegangen werden, dass ein Beteiligter das anstrebt, was nach den Maßstäben der Rechtsordnung vernünftig ist und der recht verstandenen Interessenlage des Beteiligten entspricht.



Im Zusammenhang mit der Auslegung verfahrensrechtlicher Erklärungen müssen indes auch die schutzwürdigen Belange des Erklärungsadressaten berücksichtigt werden. Die aus Art. 2 Abs. 1 GG und dem Rechtsstaatsprinzip herzuleitende Forderung an die Gerichte zur Rücksichtnahme gegenüber den Verfahrensbeteiligten in ihrer konkreten Situation (vgl. BVerfG NJW 1991, 3140) schließt indes keine Anleitung in sich, die Interessen des nachlässigen Antragstellers zu Lasten des Gegners zu wahren. Die Antragsgegnerin hat ein Interesse daran, sich nur mit solchen Anträgen auch materielle befassen zu müssen, die den Zulässigkeitsanforderungen des SpruchG entsprechen. Gerade das Erfordernis der Berücksichtigung auch der Interessen des Gegners in einem kontradiktorischen Verfahren verbietet es, eindeutigen Erklärungen nachträglich einen Sinn zu geben, der den Interessen des Erklärenden am besten dient (vgl. BGH MDR 2003, 1434 = NJW 2003, 3203, 3204; BAG NJW 2010, 956, 957; Zöller-Greger, ZPO, 30. Aufl., Vor § 121 Rdn. 29). Zwischen dem Tag der Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und dem Eingang des Antrags bei Gericht lag indes eine Zeitspanne von drei Monaten. In dieser Situation kann nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, es sei nicht zum Verlust der Aktionärsstellung gekommen, nachdem auch der Nachweis der beiden Kreditinstitute, die diese Antragsteller vorgelegt haben, sich ausschließlich auf den 16.7.2013 bezog.

Insoweit unterscheidet sich die hier vorliegende Situation auch grundlegend von der Konstellation, wie sie dem Beschluss des Landgerichts München I vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12 zugrunde lag, wo die Darlegung der Antragsberechtigung das Zusammenspiel der formellen und materiellen Regelungen über die Besonderheit des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out aus § 62 UmwG zu berücksichtigen hatte. Vorliegend indes ist die Gesetzeslage eindeutig und unmittelbar aus der Vorschrift des § 3 Satz 2 SpruchG abzuleiten.

Angesichts dessen waren die Anträge der Antragstellerinnen zu 94) und zu 95) wegen ihrer Unzulässigkeit zu verwerfen.



2. Die Anträge aller anderen Antragsteller sind zulässig, soweit über sie noch zu entscheiden war.
  - a. Die Antragsteller zu 1) bis 93), zu 96) bis 121), zu 123) bis 124) sowie zu 126) bis 162) sind antragsbefugt, weil sie nicht nur dargelegt, sondern – soweit dies nicht von der Antragsgegnerin unstreitig gestellt war – den entsprechenden Aktienbesitz durch Vorlage entsprechender Bankbescheinigungen auch nachgewiesen haben.
    - (1) Der Antragsteller zu 143) hat seine Antragsberechtigung in seiner Antragsschrift hinreichend dargelegt, die sich auf den 17.10.2013 beziehen muss und auch bezieht. Daran vermag nichts zu ändern, dass er zunächst einen Nachweis seiner Aktionärseigenschaft zum 16.9.2013 vorgelegt hat. Hier ergibt die Auslegung der Antragsschrift des anwaltlich nicht vertretenen Antragstellers zu 143) gemäß § 133 BGB analog, dass er auch am Tag des Eingangs bei Gericht Aktionär der MAN SE war. Dabei ist bei Anwendung der oben genannten Grundsätze zur Auslegung von Verfahrenserklärungen vorliegend insbesondere zu berücksichtigen, dass der Antragsteller zu 143) – im Gegensatz zu den Antragstellerinnen zu 94) und 95) – seinen Antrag im Zusammenhang mit der Antragsberechtigung im Präsens und nicht im Imperfekt formuliert hat. Dann aber ist dem Antrag – auch unter Berücksichtigung der Interessen der Antragsgegnerin – ein Sinngehalt zu geben, der zu seiner Zulässigkeit führt. Den Aktienbesitz zum 17.10.2013 des Antragstellers zu 143) hat die Antragsgegnerin zuletzt auch nicht mehr bestritten, weshalb der entsprechende Vortrag gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
    - (2) Die Antragstellerin zu 39) hat mit Schriftsätzen ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 25.6.2014 (Bl. 945 d. A.) und nochmals mit Schriftsatz vom 28.10.2014 (Bl. 1260/1261 d. A.) eine Bescheinigung



ihres Kreditinstitutes vorgelegt, wonach sie am 25.9.2013 – dem Tag des Eingangs ihres Antrags beim Landgericht München I – Aktionärin der MAN SE war. An der Richtigkeit dieser Bankbescheinigung bestehen keinerlei Zweifel.

- (3) Hinsichtlich des Antragstellers zu 98) hat die Antragsgegnerin den Vortrag seiner Aktionärsstellung mit Schriftsatz vom 3.3.2014 (Bl. 405/406 d. A.) und nochmals mit Schriftsatz vom 3.7.2015 (Bl. 1776/1812 d. A.) unstreitig gestellt.
- b. Alle Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 17.7.2013 erfolgte, weshalb die Frist am 17.10.2013 endete. Spätestens an diesem Tag gingen die Anträge aller Antragsteller zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den am 17.10.2013 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e) GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Antrag der Antragstellerin zu 162). Daher kann diesbezüglich kein Zweifel an der Fristwahrung bestehen, auch wenn der auf Antrag der Antragsgegnerin erlassene Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist erfolgte.
- c. Die Antragsteller zu 1) bis 92) zu 96) bis 121), zu 123), zu 124) sowie zu 126) bis 162) haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.



- (1) Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puskajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 7 f.). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der



ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüfner, AktG, 11. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.). Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht.

Soweit sich die Antragsgegnerin auf die gegenteilige Rechtsprechung des Kammergerichts nach einer Erhöhung der Abfindung im Vergleichswege beruft, überspannt auch dies die Anforderungen an die Antragsteller, nachdem vielfach auch in den – einander ähnlichen – Bewertungsgutachten die näheren Daten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht offen gelegt werden und zur Begründung häufig im Wesentlichen auf die Erkenntnisse des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB), wie sie im aktuellen IDW S 1 und anschließenden Verlautbarungen des IDW niedergelegt wurden, verwiesen wird. Dann aber von den Antragstellern fast schon wissenschaftlich fundierte Widerlegungen und Berechnungen zu fordern, übersteigert die Anforderungen an eine zulässige Bewertungsrüge und wäre namentlich auch mit dem aus dem Rechtsstaatsprinzip ab-



geleiteten und damit verfassungsrechtlich abgesicherten Justizgewährleistungsanspruch des Grundgesetzes nicht vereinbar. Es genügt, wenn einzelne Parameter mit einer nachvollziehbaren Begründung in Frage gestellt werden. Dies ist hier von allen Antragstellern zumindest in Bezug auf einen Bewertungsfehler in den jeweiligen Antragsschriften geschehen.

- (2) Diesen Anforderungen werden alle Antragsschriften gerecht, wobei dies auch für den Antrag des Antragstellers zu 27) gilt. Die Rüge der Antragsgegnerin, dieser Antragsteller habe praktisch mit einem Satz ein aufwendiges und kostenträchtiges Überprüfungsverfahren in Gang setzen wollen, trifft nicht zu. Dieser Antragsteller verweist zunächst auf einen zu hoch angesetzten Basiszinssatz, der zugunsten der Aktionäre abgesenkt werden müsse. Vor allem aber sieht er die angesetzte Marktrisikoprämie auf der Basis der Empfehlungen des FAUB des IDW als unangemessen an. Dabei verweist er insbesondere darauf, einem zu beobachtenden geänderten Risikoprofil müsse widersprochen werden. Auch wenn in dem Prüfungsbericht wie auch im Bewertungsgutachten der von der Antragsgegnerin beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften Ausführungen zur Begründung des Ansatzes der einzelnen Elemente des Kapitalisierungszinssatzes gemacht werden, kann von einem Antragsteller in einem Spruchverfahren nicht verlangt werden, er müsse diese Erkenntnisse – quasi mittels eines nahezu wissenschaftlich formulierten Gegengutachtens – als fehlerhaft widerlegen.

d. Die Anträge der minderjährigen Antragsteller zu 58), zu 64) und zu 65) wurden wirksam gestellt.

- (1) Die Unwirksamkeit resultiert nicht aus dem Fehlen einer wirksam erteilten Verfahrensvollmacht für ihren Verfahrensbevollmächtigten, auch wenn dieser ihr Vater ist. Zwar wird davon auszugehen sein,





dass die Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Prozessvollmacht als rechtlich nachteiliges Geschäft unter §§ 107, 111 BGB fällt (vgl. allgemein zur Vollmachtserteilung Schmitt in: Münchener Kommentar zum BGB, 6. Aufl., § 111 Rdn. 10 zu § 111; Erman-H.F. Müller, BGB, 14. Aufl., § 111 Rdn. 3; Staudinger-Knothe, BGB, Neubearb. August 2011, § 111 Rdn. 3). Für eine wirksam erteilte Genehmigung durch beide Eltern fehlt es daran, dass §§ 1629 Abs. 2 Satz 1, 1795 Abs. 1 Nr. 1 BGB eingreifen, wonach die minderjährigen Antragsteller insoweit nicht von Vater und Mutter vertreten werden können, als nach § 1795 ein Vormund von der Vertretung des Kindes ausgeschlossen ist. Dies muss vorliegend bejaht werden, weil der Vormund den Mündel bei einem Rechtsgeschäft zwischen einem der Verwandten des Mündels in gerade Linie einerseits und dem Mündel andererseits nicht vertreten kann, es sei denn, dass das Rechtsgeschäft ausschließlich in der Erfüllung einer Verbindlichkeit besteht, wovon nicht ausgegangen werden kann. Die Ausnahme, wonach der Ausschluss der Vertretung nicht für Rechtsgeschäfte gilt, die dem Mündel bzw. dem Minderjährigen lediglich rechtliche Vorteile bringen (vgl. BGH FamRZ 1975, 480 f.; Palandt-Götz, BGB, 74. Aufl., § 1795 Rdn. 4) greift bei der Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Verfahrensvollmacht aus den oben bereits genannten Gründen nicht ein.

Allerdings haben die Eltern jedenfalls unmittelbar einen Antrag im Namen der Antragsteller zu 58), zu 64) und zu 65) gestellt, der auch wirksam ist. Dabei muss nämlich davon ausgegangen werden, dass die Mutter der drei minderjährigen Antragsteller den Vater konkludent bevollmächtigt hat, den Antrag auch in ihrem Namen für die drei Kinder zu stellen.

- (2) Ein rechtsmissbräuchliches Verhalten kann nicht angenommen werden. Allein aus dem Umstand, dass auch der Vater der minderjährigen Antragsteller selbst einen entsprechenden Antrag gestellt hat



und sie nur über einen vergleichsweise geringen Aktienbesitz verfügen, kann kein Rückschluss auf ein rechtsmissbräuchliches Verhalten gezogen werden. Aus einem gegebenenfalls anzunehmenden wirtschaftlichen Interesse des als Rechtsanwalt tätigen Vaters kann nicht auf einen Rechtsmissbrauch hinsichtlich der Kinder geschlossen werden. Auch den Antragstellern zu 58), zu 64) und zu 65) steht das Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG zu; dann aber müssen sie auch die Möglichkeit haben, die Kompensation als Ausgleich für den Eingriff in ihr Eigentumsgrundrecht im Rahmen eines gerichtlichen Verfahrens wie dem Spruchverfahren zur Überprüfung durch das Gericht zu stellen.

## II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind im zulässigen Umfang auch begründet, weil die angemessene Barabfindung € 90,22 je Stamm- und Vorzugsaktie der MAN SE beträgt.

Ein Gewinnabführungsvertrag hat gemäß § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils zu erhalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG muss in all den Fällen, in denen der andere Vertragsteil, mithin die herrschende Gesellschaft keine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien ist, der Vertrag eine Barabfindung vorsehen.



Die (Bar-)Abfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 5.5.2015, Az. 31 Wx 366/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; NZG 2013, 69 f. = AG 2013, 647, 648; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2013, 1664, 1665 f.; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 24; Beschluss vom 23.6.2015, Az. 5 HK O 2194/09).

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

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; AG 2015, 508, 510 = ZIP 2015, 1166, 1169; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss



vom 26.11.2014, Az. 5HK O 6680/10; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).

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



(1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde gelegen haben und die von den Vertragsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.

(a) Die Vertragsprüfer führten eine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse durch. Diese Vergangenheitsanalyse einschließlich der dabei zu beobachtenden Planungstreue bedeutet den ersten Schritt zur Plausibilisierung der Planannahmen. Die von den Vertragsprüfern dabei gewonnenen Erkenntnisse lassen keinen Rückschluss auf eine unzureichende Planungssystematik zu, selbst wenn es im Jahr 2010 zu einer Unterzeichnung der Planungsrechnung und im Jahr 2012 zu einer Überzeichnung kam. Gerade aus dem Jahr 2010, in dem die Ist-Ergebnisse deutlich besser ausfielen, lässt sich kein Rückschluss auf untaugliche Planungsverfahren ziehen. Das Jahr 2010 war nämlich geprägt von einer Aufholbewegung nach der durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. ausgelösten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, mit der in diesem Ausmaß niemand gerechnet hat und die sich entsprechend den Erläuterungen der Vertragsprüfer unter Hinweis auf das Bewertungsgutachten vor allem in einer weltweit steigenden Nachfrage nach Nutzfahrzeugen bemerkbar machte. Zudem war beim EBIT im Geschäftsjahr 2010 eine nicht geplante Wertaufholung bei der Beteiligung an Scania zu beobachten – eine Entwicklung, die angesichts des Geschäftsfeldes dieses Unternehmens ihre Ursache ebenfalls in der gestiegenen Nachfrage nach Nutzfahrzeugen haben musste, die eben nicht vorhergesehen wurde.

Die Abweichung des Ist-Ergebnisses zu den Planannahmen bei den Umsatzzahlen des Jahres 2011 betrug knapp 10 %, was nachvollziehbar angesichts der einer jeden Planung innewohnenden prognostischen Ele-



mente als innerhalb einer regulären Bandbreite liegend bezeichnet. Die deutlich stärkere Abweichung beim EBIT mit 31,1 % beruht auf der Tatsache, dass eine Gesellschaft bei den Kosten auf geänderte Marktbedingungen eben nicht so flexibel reagieren kann.

Die zu optimistische Planung für das Jahr 2012 beruhte auf der in diesem Jahr eingetretenen Eintrübung der Konjunktur, die ihre Ursache in der andauernden Staatsschuldenkrise hatte. Die Auswirkungen dieser Ursache machten sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachter vor allem im Bereich MAN Truck & Bus bemerkbar, wo es wegen niedrigerer Absatzmengen in Europa zu einer negativen Umsatzentwicklung von ca. 13 % kam. Auch MAN Latin America verzeichnete angesichts der Einführung neuer Abgasnormen mit Vorzieheffekten eine negative Abweichung von 8 %, während bei MAN Diesel & Turbo die Umsatzzahlen nahezu den Planannahmen entsprachen. Die Vertragsprüfer bestätigten diese Zahlen.

Geringere Abweichungen der Plan-/Ist-Ergebnisse in den drei Jahren der Vergangenheitsanalyse insbesondere im Geschäftsbereich Renk haben ihre Ursachen in der leichteren Planbarkeit dieses Marktes.

Der Bereich MAN Diesel & Turbo stellt sich dagegen wiederum als zyklisches Geschäft dar, bei dem es allerdings wegen der Einteilung in unterschiedliche Geschäftsbereiche zu gegenläufigen Effekten kommen kann. Angesichts der Folgen der Überlagerung dieser gegenläufigen Effekte hat dies weniger große Abweichungen des Ist-Ergebnisses von den Planannahmen zur Folge.

Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse erfolgte Auflösung von Rückstellungen im Jahr 2012 im Geschäftsbereich MAN



Diesel & Turbo in Höhe von rund € 88 Mio. beruhte auf der Tatsache, dass zum 31.12.2011 gebildete, erfolgswirksame Rückstellungen für Kulanzleistungen zur Vermeidung von Reputationsschäden angesichts der tatsächlichen Entwicklung im Jahr 2012 aufgelöst werden konnte, weil der Vorstand keine Belastungen aus diesem Sachverhalt mehr erwartete. Die Auflösung weiterer Rückstellungen in Höhe von € 49 Mio. hatte ihre Ursache in der Anpassung der Systematik der Ermittlung von Rückstellungen für ausstehende, nachlaufende Kosten für abgeschlossene Aufträge an die Methodik des restlichen Teilkonzerns MAN Diesel & Turbo bei einer ausländischen Tochtergesellschaft. Es ist einsichtig, dass es sich dabei um einmalige Vorgänge handelt, die daher bereinigt werden mussten, um eine taugliche Basis für die Plausibilisierung der künftigen Planannahmen aus der Vergangenheit zu erhalten.

- (b) Die im Jahr 2011 im Zusammenhang mit dem Erwerbsangebot aufgestellte Fairness Opinion musste von den Vertragsprüfern nicht in ihre Erwägungen zu ihrer Vergangenheitsanalyse und zur Plausibilisierung der Planzahlen für die Phase I aufgenommen werden. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung des angebotenen Übernahmepreises im Rahmen des Übernahmeangebots von Juni 2011, während der Stichtag der Hauptversammlung rund zwei Jahre später lag. Folglich können Annahmen aus einer zwei Jahre alten Fairness Opinion nicht zur Basis der Prüfung der Plausibilität der Planungen und der Angemessenheit gemacht werden. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und damit auch die Ergebnisse der MAN SE im Geschäftsjahr 2012 im Vergleich zum Vorjahr deutlich verschlechtert hatten, was sich neben dem erheblichen Rückgang des EBIT wie auch des EBT auch an einer rückläufigen Entwicklung des Aktienkurses der



Gesellschaft zeigte. Zum anderen können eine Fairness Opinion und eine nach dem Ertragswertverfahren erfolgende Ermittlung des Unternehmenswerts angesichts erheblicher Unterschiede zwischen diesen beiden Bewertungsmethoden nicht ohne Weiteres miteinander verglichen werden. Die hier im Rahmen der Ermittlung der Angemessenheit der Kompensation einer anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme durchgeführte Ertragswertberechnung dient der Ermittlung eines Grenzpreises bzw. eines objektivierten Wertes. Demgegenüber dienen die Ergebnisse im Rahmen der Erstellung einer Fairness Opinion als Indikator für einen hypothetischen Marktpreis des Transaktionsobjekts; eine Fairness Opinion dient ausschließlich der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines vielfach bereits ausgehandelten Preises, wobei angesichts der Methodenvielfalt der anzuwendenden Verfahren eine Ergebnisbandbreite besteht. Weiterhin ist auch die Zielsetzung der Fairness Opinion gänzlich unterschiedlich zu der einer Unternehmensbewertung mit der Festlegung der Angemessenheit der Kompensationsleistung bei einer Strukturmaßnahme, nachdem einer der wesentlichen Zwecke der Fairness Opinion in der Absicherung der verantwortlichen Organmitglieder der beauftragenden Gesellschaft gegen etwaige Schadensersatzansprüche liegt (vgl. Grün/Salcher/Fecher/Witzleben in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 926 f.; auch Franken/Schulte, Fairness Opinion nach IDW S. 8, 2014, S. 7 f. und 37).

Gerade die Planzahlen des Jahres 2011 zeigen, dass das Umfeld zu diesem Zeitpunkt von einer völlig anderen Markteinschätzung ausging, wenn der Umsatz von 2011 bis 2015 von € 6,84 Mrd. auf € 11,26 Mrd. steigen sollte.





(c) Die nach dem Abschluss der Prüfungstätigkeit vorgenommenen Aktualisierungen, die zu einer Korrektur nach unten führen, erfolgten sachgerecht und waren zum Zeitpunkt der Prüfungstätigkeit durch die Vertragsprüfer von nicht erkennbar. Diese Anpassungen können auch im vorliegenden Spruchverfahren einfließen, selbst wenn die Hauptversammlung den Abfindungspreis auf der Basis des ursprünglichen Bewertungsgutachtens beschlossen hat. Das Verbot der reformatio in peius steht dem nicht entgegen. Eine unzulässige reformatio in peius kann in der Berücksichtigung der Korrektur von Planwerten nach unten nämlich nicht gesehen werden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre im Rahmen eines Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen, die den Ertragswert ermitteln sollen, nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist.

(aa) Die Steueranpassungen wurden den Vertragsprüfern nach Abschluss ihrer Prüfungstätigkeit durch die Mitteilung der Betriebsprüfer bekannt. Weitergehende Rückstellungen für die Dieselmotoren wurden erforderlich aufgrund einer Sonderprüfung und des damit im Zusammenhang stehenden Statusberichts. Zwar war in der Planung dieser Aspekt bei der Risikovorsorge als Erwartungswert abgebildet; es stellte sich jedoch heraus, dass die angesetzten Werte nicht ausreichen würden.

Im Bereich des After-Sales-Geschäfts bei MAN Diesel & Turbo hatte der Vorstand trotz ambitionierter Planansätze



keine Notwendigkeit einer Plananpassung gesehen. Die Zahlen für Februar 2013 zeigten dann indes einen erheblichen Auftragseinbruch in diesem Bereich, weshalb der Vertriebsleiter gebeten wurde mitzuteilen, welche mittelfristigen Vorhersagen aus dem Rückgang abzuleiten seien. Die Ergebnisse dieser Befragungen wurden erst nach der Fertigstellung dieses Prüfungsberichts am 26.4.2013 und der Vornahme der Aktualitätsprüfung ausgewertet und konnten folglich entsprechend den Erläuterungen von

im Termin vom 12.6.2014

nicht in den Prüfungsbericht aufgenommen werden. Die kritischen Ausführungen in den Privatgutachten von

vom 16.10.2013 und vom 17.4.2014 zum Um-

fang der Anpassungen der Prognosen des Umsatzes für das Geschäftsjahr 2013 im Bereich MAN Diesel & Turbo können die entsprechenden Einschätzungen der Gesellschaft nicht als unplausibel erscheinen lassen. Die Einschätzungen von FTI Consulting beruhen auf Analysteneinschätzungen zur Anpassung der Umsatzprognosen bei den Wettbewerbern, ohne die konkrete Lage bei der Gesellschaft im gebotenen Umfang berücksichtigen zu können. Die erforderliche Umsatzanpassung im Bereich MAN Diesel & Turbo bezog sich auf das After-Sales-Geschäft, wo die Marge über der Durchschnittsmarge des Gesamtbereichs MAN Diesel & Turbo liegt. Zudem ist zu bemerken, dass die Entwicklung bei Vergleichsunternehmen allenfalls ein erster Anhaltspunkt sein kann. Doch können diese nicht die unternehmensspezifische Lage erklären, die – wie ausgeführt – zur Überzeugung der Kammer plausibel ist. Selbst wenn die Ansätze von plausibel sein sollten, kann es nicht Aufgabe des Gerichts in einem Spruchverfahren sein, eine plausible Annahme



durch eine möglicherweise andere ebenfalls plausible Annahme zu ersetzen.

- (bb) Diese Korrekturen wirkten sich ausweislich der Erkenntnisse der Vertragsprüfer nachhaltig allerdings gerade nicht aus. Dies gilt insbesondere für das After-Sales-Geschäft – ausgenommen ein Folgeeffekt aus den Zinsberechnungen, wo in der Ewigen Rente ein negatives Zinsergebnis von € 80 Mio. anstelle von € minus 56 Mio. anzusetzen war.

Die Anpassungen belaufen sich im After-Sales-Geschäft im Jahr 2013 auf rund € 70 Mio. bis € 80 Mio.; in den Folgejahren betragen sie entsprechend den Angaben in der Stichtagserklärungen samt Anlagen (Anlage LL 8) € 141 Mio. im Geschäftsjahr 2014, € 165 Mio. in 2015, € 157 Mio. in 2016 und € 102 Mio. in 2017. Bei der Aktualisierung der Planannahmen zum After-Sales-Geschäft kam es auch zu Anpassungen beim Personal, wobei im Vergleich zur ursprünglichen Planung von weniger Personal ausgegangen wurde, wie die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.9.2014 erläutert haben. Diese Anpassungen lassen sich indes nicht mehr quantifizieren, weil es unabhängig und im Vorfeld der erforderlichen Anpassungen von Umsatz und EBIT zu einer Zuordnung der Mitarbeiter der globalen Organisation auf die einzelnen Business Units und die sogenannten Gruppenfunktionen kam. Angesichts dieser geänderten Zuordnung scheidet eine Vergleichsmöglichkeit aus.

Eine Offenlegung der Umsatzanpassungen im Einzelnen musste dabei nicht erfolgen. Zum einen ist dies zur Plausibilisierung der Planannahmen nicht zwingend erforder-



lich; zum anderen würden Geschäftsgeheimnisse einer detaillierten Darstellung entgegenstehen. Aus den Umsatzerlösen und Umsatzanpassungen im Bereich des After-Sales-Geschäfts vom MAN Diesel & Turbo ließen sich aus dem Zusammenspiel mit dem EBIT Profitabilitätsausagen zu diesem Bereich quantifizieren. Diese Profitabilitätskennziffern müssen als Geschäftsgeheimnis eingestuft werden, weshalb auch aus diesem Grund eine Offenlegung unterbleiben konnte. In gleicher Weise mussten die Prüfer dann auch nicht erläutern, welche EBIT-Margen marktüblich sind, nachdem dies auch von den Wettbewerbern nicht offengelegt wird und Aussagen zur Marktüblichkeit folglich nicht möglich sind.

Die Steuerrückstellungen für das Jahr 2013 als erstem Jahr der Phase I wurden aufwandswirksam nur in diesem Jahr berücksichtigt. Auch die Rückstellungen für das Dieselmotorkraftwerk wurden nicht dauerhaft in der Planung abgebildet, weil das entsprechende Projekt in 2014 oder 2015 beendet sein sollte. Für die Annahme eines Worst-Case-Szenarios bei den schlüsselfertigen Dieselmotorkraftwerken anstelle der Planung gibt es nach den Aussagen der Vertragsprüfer keine Anhaltspunkte.

Auch die der Stichtagsklärung beigefügten Berechnungen der Bewertungsgutachten erhellen, dass für den Terminal Value ein Anpassungsbedarf nach unten nicht angenommen wurde.

- (cc) Positive Plananpassungen mussten dagegen nicht vorgenommen werden, auch wenn es innerhalb der Bereiche gegenläufige Effekte gab. Im Bereich Latin America war das Schulbusprogramm, auf das die Presseerklärung ab-



zielte, nämlich bereits in den Planannahmen enthalten, nachdem es Planprämisse war und nur über dieses Programm die entsprechenden Planwerte für den Busabsatz in Brasilien im Geschäftsjahr erreichbar waren. Die Abweichungen des Ist-Ergebnisses für das Jahr 2013 sind namentlich in den Bereichen MAN Truck & Bus sowie MAN Latin America marginal mit Werten im unteren einstelligen Prozentbereich. Daraus lässt sich bereits der Schluss ziehen, dass die Anpassungen insgesamt sachgerecht erfolgten. Bei MAN Diesel & Turbo fiel das Ist-Ergebnis beim Umsatz trotz der Anpassungen schlechter aus, woraus ebenfalls ein Rückschluss auf das nicht gegebene Erfordernis von Plananpassungen nach oben gezogen werden kann.

Das Joint-Venture mit Rheinmetall floss beim Beteiligungsergebnis in die Planung ein und begründet folglich auch keinen (nochmaligen) positiven Anpassungsbedarf.

- (d) Aufgrund der Anhörung der Vertragsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel daran, dass der Vorstand der MAN SE die Planung eigenverantwortlich erstellt hat und sie nicht anlassbezogen erfolgte.

erläuterte, keinen Ansatzpunkt für eine anlassbezogene Planung gefunden zu haben. Zur Begründung verwies er auf die bereits vor der Ad hoc-Mitteilung vom 9.1.2013 erfolgte Verabschiedung der Planung, die dann zur Grundlage der Ertragswertermittlung gemacht wurde. Zudem enthielt die Planung auch die üblichen Planungsbestandteile, wie sie regelmäßig erstellt werden. So wurde die Budgetplanung für die Jahre 2013 bis 2015 im Aufsichtsrat bereits am 27.11.2012 vorgestellt; die strategische Planung war schon am 4.9.2012 vorgelegt worden. Hinsicht-



lich des Konzernplanungsprozesses gab es keine inhaltlichen Vorgaben seitens der herrschenden Gesellschaft, wie anlässlich seiner Anhörung betont hat. Dabei muss vor allem auch berücksichtigt werden, dass derartige inhaltliche Vorgaben in einem faktischen Konzern ohnehin keinerlei Bindungswirkung gehabt hätten, weil die Vorschrift des § 308 AktG über die Verbindlichkeit von Weisungen der herrschenden Gesellschaft in einem faktischen Konzern keine Anwendung finden kann und der Vorstand der faktisch beherrschten Gesellschaft diese eigenverantwortlich führen muss. Abgesehen davon kann selbst bei einer Einflussnahme der herrschenden Gesellschaft die Plausibilität der Planannahmen des Vorstandes nicht von vornherein infrage gestellt werden.

Ebenso wenig vermag die Kammer zu erkennen, es könnte eine Vielzahl von Planungen gegeben haben. Soweit der Antragsteller zu 49) auf die Ausführungen auf Seite 26 des Protokolls der mündlichen Verhandlung vom 1.10.2014 mit Ausführungen zu einer Stagnation auf dem Kernmarkt Europa als Beleg für seine These verweist, übersieht er, dass die Formulierung „Stagnation von 2015 bis 2017 für Europa (ohne Deutschland und Russland)“ einer Frage des Gerichts auf eine entsprechende Rüge aus dem Kreis der Antragsteller entstammt, nicht aber eine Aussage der Vertragsprüfer darstellt. Zu diesem Problembereich äußerten sich die

dezidiert erst in ihrer ergänzenden  
Stellungnahme vom 17.11.2014, indem sie auf einen Anstieg des Marktanteils um 1 Prozentpunkt bis 2017 auf der Basis der Marktplanung von Februar 2013 hinwiesen.



- (2) Die sich auf die fünf Jahre der Detailplanungsphase beziehenden Annahmen für den Bereich MAN Truck & Bus müssen als plausibel bezeichnet werden, wie die Anhörung der Vertragsprüfer zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat.
- (a) Eine fehlende Plausibilität lässt sich nicht daraus ableiten, dass die tatsächlichen Betriebsergebnisse der Jahre 2011 und 2012 erst wieder im dritten Jahr der Detailplanungsphase erreicht werden sollen. Der Vergleich mit einzelnen Jahren der Detailplanungsphase lässt einen Rückschluss darauf, ob die Planung ambitioniert ist oder nicht, nicht zu. Gerade auch wegen der bestehenden Zyklizität des LKW-Marktes, der in besonderem Maße von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung in den Ländern abhängt, in denen MAN Truck & Bus am Markt auftritt, muss ein Vergleich über längere Zeiträume angestellt werden. Angesichts dieses Umstandes machten die Vertragsprüfer verschiedene Analysen über verschiedene Jahre, die zu dem Ergebnis führten, in der Mehrzahl der Jahre liege die Gesellschaft über dem Durchschnitt.
- (b) Korrekturbedarf resultiert nicht aus den Auswirkungen des Baus eines neuen Werks in St. Petersburg sowie bei den Planannahmen für die Russische Föderation insgesamt.
- (aa) Aus dem Bau des neuen Werks in St. Petersburg, dessen Kapazität bei etwa 6.000 LKW liegen sollte, kann nicht darauf geschlossen werden, es komme zu einem zusätzlichen Absatz von 6.000 LKW in Russland. Die Ursache für den Bau lag in protektionistischen Maßnahmen des russischen Gesetzgebers, weil Einfuhrzölle und eine Abwrackprämie, die sogenannte „Utilization Fee“, für solche LKWs erhoben werden sollten, die außerhalb Russlands produziert werden. Diese Gebühren entfallen bei einer Produkti-



on innerhalb des Territoriums der Russischen Föderation, weshalb die „Utilization Fee“ durch den Bau eines Werks in St. Petersburg umgangen werden sollte. Angesichts dieses Zwecks kann ausgeschlossen werden, dass an anderen Standorten ebenfalls in diesem Umfang für den russischen Markt produziert werden wird. Wenn nur für das Jahr 2017 in Russland ein Absatz von 6.800 LKW erwartet und dann auch die Vollausslastung des Werks in St. Petersburg erreicht sein wird, hat dies zur Folge, dass 800 LKW unter Inkaufnahme der Einfuhrzölle und der Abwrackprämie importiert werden müssen. Dieser Zusatzaufwand stärkt nicht die Wettbewerbsfähigkeit am Markt gegenüber den russischen Herstellern und auch ausländischen Wettbewerbern mit Produktionsstätten innerhalb der Russischen Föderation, weshalb aus Sicht der Kammer Preisnachlässe nicht ausgeschlossen werden können.

Die Plausibilität der Planannahmen für die Russische Föderation kann nicht unter Hinweis auf die Expertise der GTAI vom 21.2.2013 (Anlage ASt 11 zum Schriftsatz der Verfahrensbevollmächtigten des Antragstellers zu 2 vom 20.1.2014, Bl. 306/348 d. A.) infrage gestellt werden, wonach Russlands Automobilhersteller ihre Kapazitäten ausbauen. Die Analyse von GTAI bestätigt zum einen die Dominanz russischer Produzenten, wobei allein der LKW-Hersteller Kamanz im Jahr 2012 nahezu 40 % der LKW produzierte und weiter in erheblichem Umfang investieren will. Zum anderen setzt sich die Analyse überhaupt nicht mit MAN Truck & Bus auseinander, sondern nennt von außerhalb Russlands beheimateten Herstellern nur Scania, das zudem nur sein Händlernetz ausbauen will, und Volvo Trucks, wobei letztgenannter Hersteller bereits





über Kapazitäten zur Montage von 15.000 LKWs im russischen Kalya verfügt.

Auf das Problem, inwieweit die Aussagen Verantwortlicher von Scania, der LKW-Bestand in Russland sei überaltert und der Ausbau eines Servicenetzes verlange keine solchen Investitionen, die nicht ohne Weiteres getätigt werden könnten, sachlich zutreffend sind oder nicht, kommt es nicht entscheidungserheblich an, wenn – wie hier – die Verantwortlichen von MAN Truck & Bus oder MAN SE die unternehmerische Entscheidung treffen, derartige Investitionen in ein Service-Netz nicht zu tätigen. Anderenfalls hätten die Vertragsprüfer in der Investitionsplanung Hinweise darauf vorfinden müssen, was sie indes nicht taten. Eine solche unternehmerische Entscheidung der verantwortlichen Organe einer Aktiengesellschaft kann das Gericht nicht mit der Begründung ersetzen, eine andere Gesellschaft hätte eine – möglicherweise ebenso plausible – gegenläufige unternehmerische Entscheidung gefällt.

- (bb) Die geplante Absatzentwicklung für Russland bedarf keiner Korrektur, wobei auch der im Jahr 2013 angenommene Rückgang plausibel ist. Der Grund hierfür lag in den Unsicherheiten in Bezug auf die „Utilization Fee“. Das Wachstum der Absatzzahlen bis in das Jahr 2017 auf 6.700 bis 6.800 Einheiten kann nicht als zu pessimistisch eingestuft werden. erläuterte, dass diese Annahme eines Wachstum von 2,1 % p.a. innerhalb der Bandbreite mehrerer Studien lag. Die Plausibilität dieser Wachstumsannahmen ist ungeachtet der Größe des Absatzmarktes zu bejahen. Es ist nämlich bei der Angemessenheit der Wachstumsannahmen zu beachten, dass ein Hersteller, der hochwertige Nutzfahr-



zeuge im Premiumsegment anbietet, auch über ein entsprechendes Servicenetz verfügen muss. Hierzu bedürfte es weiterer Investitionen in einem nicht völlig zu vernachlässigenden Umfang, die die Vertragsprüfer entsprechend ihrer Aussage in der Investitionsplanung so nicht vorgefunden haben. In der Detailplanungsphase sind lediglich zwei Servicestandorte vorgesehen, was dazu führt, dass von einem deutlich höheren Wachstum in diesem Markt nicht ausgegangen werden kann.

Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der Veranstaltung zweier sportlicher Großereignisse in Russland in den Jahren 2014 und 2018 ableiten. Das Geschäftsjahr 2013 brachte ausweislich des Geschäftsberichts für dieses Jahr – ungeachtet der Olympischen Winterspiele des Jahres 2014 in Sotchi – in Russland einen Rückgang der Auftragseingänge. Dies stimmt mit der Tendenz der Planung überein, die für 2013 rückläufige Umsätze prognostizierte. Die Fußballweltmeisterschaft im Jahr 2018 findet in einem nicht mehr zur Phase I gehörenden Jahr statt, weshalb dieses Jahr und die mit dem Großereignis verbundenen Auswirkungen nicht mehr detailliert geplant wurden. Der im Vorfeld stattfindende Aus- oder Neubau von WM-tauglichen Fußballstadien kann zwar sehr wohl auch gestiegene Transportkapazitäten mit sich bringen. Doch wurde für Russland in den Jahren nach 2013 bis 2017 mit einem Anstieg der Wachstumszahlen gerechnet, weshalb die Auswirkungen der Fußballweltmeisterschaft in der Planung angemessen berücksichtigt wurden.

Selbst wenn durch den Bau des Werks in St. Petersburg LKWs nach den Bedürfnissen des russischen Marktes produziert werden, darf nicht übersehen werden, dass der



russische-LKW-Markt – wie schon angedeutet – von lokalen Herstellern dominiert wird. In Russland sind zudem protektionistische Tendenzen bereits zum Stichtag der Hauptversammlung nicht von der Hand zu weisen gewesen. Die Probleme des Absatzes schwerer Nutzfahrzeuge, vor allem von LKWs in Russland im Jahr 2013 wird letztlich auch durch den Geschäftsbericht dieses Jahres eines der wesentlichen Wettbewerber der MAN SE, nämlich der Daimler AG, bestätigt, in dem ausgeführt wird, das Marktvolumen in Russland im Jahr 2013 sei sogar deutlich unter dem Vorjahresniveau geblieben. Diese tatsächliche Entwicklung und Einschätzung durch einen zentralen Wettbewerber erhellt, dass gerade der angesetzte Rückgang für 2013 keiner Korrektur bedarf.

- (c) Die Planannahmen einer zunächst rückläufigen Entwicklung können auch unter Berücksichtigung des Marktanteils der Krisenstaaten Südeuropas von insgesamt „nur“ 15 % nicht als unangemessen und zu pessimistisch angesehen werden.

Die Vertragsprüfer verwiesen in diesem Zusammenhang darauf, dass MAN Truck & Bus tatsächlich für Europa mit geringeren Wachstumsraten plante als dies in externen Studien angenommen wurde. Als Gründe hierfür nannten die Vertragsprüfer im Termin vom 12.6.2014 vor allem die schleppende Erholung im südeuropäischen Raum und die schwierige Einschätzbarkeit der Frage, inwieweit und gegebenenfalls wann es in Südeuropa überhaupt zu einer Erholung kommen werde. Die Schwierigkeiten einer Prognose über den Zeitpunkt des Einsetzens einer Erholung in den südeuropäischen Ländern bezeichneten die Vertragsprüfer auch im Zeitpunkt ihrer Anhörung Mitte Juni 2014 als unverändert schwierig, wie auch die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank von Juni 2014 zeigen, weshalb



selbst zum Zeitpunkt ihrer ersten Anhörung erhebliches Krisenpotenzial bestand. Wenn die Organe der MAN SE bzw. von MAN Truck & Bus – im Gegensatz zu externen Studien – von einer Erholung erst im Zeitraum 2014/2015 und damit etwa ein Jahr später als die externen Studien ausgehen, rechtfertigt dies angesichts der Ungewissheit der Entwicklung in den südeuropäischen Krisenstaaten nicht die mangelnde Plausibilität von Planannahmen. Zudem ist gerade Griechenland angesichts von 47 im Jahr 2012 verkauften LKWs für den Gesamtumsatz von MAN Truck & Bus gering.

- (d) Der weltweite Anstieg der Transportleistung sowie die weltweite demographische Entwicklung flossen hinreichend in die Planung ein. Dabei beruhte die Planung auf einer Markteinschätzung, die auf der Grundlage dieser Faktoren im Rahmen eines eigenen Marktmodells vorgenommen wurde, in das die Planung eingebettet ist. Mit diesem Marktmodell haben sich die Prüfer während ihrer Prüfungstätigkeit eingehend auseinandergesetzt. Die Ergebnisse dieses Marktmodells für einzelne Länder unterscheiden sich von den Studien, die von den Bewertungsgutachtern und den Prüfern herangezogen wurden – also insbesondere die IHS-Studie von November 2012, die A & P Studie von August 2012, die von herangezogene LMC-Studie für das IV. Quartal 2012 sowie im Busbereich die Doug Jack-Studie von Juni 2012.

Das Marktmodell, das seitens MAN herangezogen wurde, ist geeignet, eine Basis für die Entwicklung der Absatz- und Umsatzzahlen zu bilden. Es enthält Eignungsfaktoren, die makroökonomische Größen darstellen wie das Bruttoinlandsprodukt, die Transportleistungen und Inflationserwartungen. Darauf aufbauend wurde eine Regression angenommen, aus der ein ers-



tes Marktvolumen abgebildet wurde, das dann wiederum gespiegelt wird mit den lokalen Absatzerwartungen.

Im Rahmen ihrer Prüfungstätigkeit kam es zu einer Auswertung durch Automotive-Experten der Vertragsprüferin, die dieses Modell gegen ihre eigenen Markterwartungen spiegelten. In einem nächsten Schritt glichen die Spezialisten der Vertragsprüferin die Markterwartungen von MAN Truck & Bus mit den Studien ab, bevor es zur Vorstellung des eigenen Marktmodells der Gesellschaft für die Märkte der MAN Truck & Bus kam. Dabei waren – wie bei den externen Studien – LKW und Busse getrennt geplant; ebenso gab es länderspezifische Planungen, und es kam zu einer Untersuchung und Prognostizierung künftiger Marktvolumina. In einem nächsten Folgeschritt kam das makroökonomische Modell der Gesellschaft mit den Erwartungen zur Entwicklung der Transportkapazitäten, der Inflation und des Bruttoinlandsproduktes hinzu. Auf diesen Faktoren aufbauend wurde eine erste Marktindikation abgeleitet. In einem weiteren Analyseschritt kam es dann zur Spiegelung der bis dahin entwickelten Daten gegen länderspezifische Vertriebswartungen bezüglich der Marktvolumina, bevor die Ergebnisse gegen die externen Studien gespiegelt wurden und eine Abweichungsanalyse erfolgte. Anschließend gab es die Entscheidung der Gesellschaft über eigene Markterwartungen, wobei in erster Linie die Adressierbarkeit der Typen im Sinne einer Prüfung erfolgte, welche LKWs vom Markt nachgefragt werden und wie innerhalb der Gewichtsklassen und nach Ländern differenziert wird.

Dieses von den Vertragsprüfern im Termin vom 1.10.2014 beschriebene Marktmodell bildete die Basis der Umsatzplanung, die dann in die bis ins Jahr 2017 reichende Planungsrechnung eingeflossen ist.



Diese Vorgehensweise zur Ableitung der Absatzplanung, die vor allem auch auf die Erkenntnisse der Business Intelligence Unit abstellt, ist methodisch nicht zu beanstanden. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Gesellschaft dabei jedenfalls nicht primär auf die ihr bekannten Studien von LMC, IHS sowie A & P abgestellt hat. Die Vertragsprüfer untersuchten die Abweichungen der Business Intelligence Unit zum Ist-Ergebnis in Jahresscheiben für den Zeitraum 2007 bis 2011 ebenso wie die Langfristabweichungen. Bei einer Langfristbetrachtung jeweils für das nächste prognostizierte Jahr zeigen die Gesamtmarktprognosen mit einer Ausnahme Abweichungen von plus 20,5 % bis minus 17,25 % im LKW-Bereich sowie von plus 11,7 % bis minus 6,1 % für den Bus-Bereich. Für den LKW-Bereich ergab sich für das Krisenjahr 2009 eine deutliche Überschätzung des prognostizierten Absatzes von plus 72,7 % – diese Abweichung, die in ähnlichem Ausmaß auch bei den externen Studien von IHS und A & P festzustellen war, vermag das Planungsmodell oder -system der Gesellschaft allerdings nicht infrage zu stellen, weil angesichts der Heftigkeit und des Ausmaßes der Krise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Inc. dies von kaum einem Unternehmen gerade auch in der Investitionsgüterindustrie vorhergesehen werden konnte. Bei einer Langzeitbetrachtung kann bei MAN eine tendenzielle Überschätzung angenommen werden, deren Ausmaß von 26,9 % im LKW-Bereich und von 4,4 % im Bus-Bereich vor allem auf die Prognose für die Jahre 2009 und 2010 zurückzuführen ist. Für die übrigen Jahre lag die durchschnittliche Prognoseabweichung der gesellschaftsinternen Ansätze bei plus 3,8 %.

Vergleicht man die Prognosegenauigkeit der Studien von MAN mit den externen Studien, so zeigt sich, dass im LKW-Bereich für die analysierten 23 Länder der Europäischen Union in acht



von 15 Fällen die Prognose der Business Intelligence Unit von MAN den besten Schätzer gab. In fünf der übrigen sieben Fälle wich die MAN-Prognose entweder lediglich marginal ab, oder der Markt wurde überschätzt. In lediglich zwei dieser fünf Fälle unterschätzte die Gesellschaft die Ist-Zahlen; und wenigstens eine der beiden externen Marktstudien enthielt eine bessere Schätzung. Im Bus-Bereich war in neun von zwölf Fällen die MAN-interne Prognose unter den betrachteten Marktprognosen der beste Schätzer, oder hat die Gesellschaft den Markt überschätzt. In den anderen drei Fällen lagen die Prognoseunterschiede von MAN gegenüber der besten Marktstudie zwischen rund 1 % und rund 3 %.

Diese internen Studien konnten im Rahmen der Planung herangezogen werden. Dabei zeigt sich gerade auch aus dem Vergleich mit den externen Studien von Prognoseinstituten, dass die Abweichungen der Erkenntnisse der MAN-internen Studie von den tatsächlich erzielten Ergebnissen im LKW-Bereich in mehr als 50 % der Fälle die geringsten Abweichungen hatte und dass die zugrunde gelegten Studien zumeist zu optimistischeren Planannahmen führten als in der Realität. Die Studien aus dem eigenen Unternehmen beruhen auf Erkenntnissen der Vertriebsmitarbeiter in den einzelnen Ländern, die die dortigen Gepflogenheiten besser kennen auch als Experten aus den Marktforschungsinstituten wie IHS, A & P oder Doug Jack im Bus-Bereich. Da die externen Studien durchaus auch mit den eigenen Studien verglichen und gespiegelt wurden, ist es dann nicht zu beanstanden, wenn die Erkenntnisse der Business Intelligence Unit und deren Ansätze zur Grundlage der Planung gemacht wurden.

Planungen und Prognosen sind in erster Linie das Ergebnis einer unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsfüh-



rung einer Gesellschaft verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen zu basieren und sich daran zu orientieren, realistische Annahmen in die Planung aufzunehmen. Wenn dies – wie hier auf der Basis entsprechenden Datenmaterials, das auch die Abfindungsprüfer auf seinen Realitätsbezug hin untersucht haben – der Fall ist, dürfen diese nicht durch andere ebenfalls vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden, nachdem sich dieses bei plausiblen Planannahmen nicht in die Rolle eines für die Planung verantwortlichen „Ersatzorgans“ begeben darf und andere Studien, die auch ähnlich aufgebaut sind, aber zu anderen Ergebnissen führen, zur Grundlage einer Entscheidung machen (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.11.2012, Az.: 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09).

- (e) Das Absinken des Marktanteils im Kernmarkt Europa ohne Deutschland auf 16,5 % angesichts einer Marktprognose mit einem Wachstum von 6,3 % p.a. bei einer geplanten Wachstumsrate von 3 % p.a. bei Stagnation in Europa ohne Deutschland und Russland rechtfertigt keinen Rückschluss auf die fehlende Plausibilität der Planung. Im Jahr 2012 lag der Marktanteil von MAN Truck & Bus im Kernmarkt Europa ohne Deutschland und Russland bei rund 13 %. Auf der Grundlage der Marktplanung vom Februar 2013 durch MAN Truck & Bus sollte der Marktanteil bis zum Jahr 2017 auf rund 14 % ansteigen. Diese Planansätze stehen insbesondere auch nicht im Widerspruch zu den Ausführungen im Prüfungsbericht mit einer angenommenen Steigerung des Marktanteils von MAN Truck & Bus in Europa auf rund 18 % bis zum Jahr 2015, weil sich dieser Wert auf Europa inklusive Deutschland, jedoch ohne die Türkei und Russland bezieht. Das Marktwachstum von 6,3 %





wird in der Marktprognose von LMC für den Kernmarkt inklusive Deutschland genannt. Dieser unterschiedliche Ansatz rechtfertigt nicht die fehlende Plausibilität. Zum einen weichen die unterschiedlichen Marktprognosen voneinander ab, ohne dass der Ansatz von LMC zwingend hätte zugrunde gelegt werden müssen. Zum anderen sind stets unterschiedliche Märkte Vergleichsgegenstand weshalb die einzelnen Wachstumsprognosen nicht ohne weiteres miteinander verglichen werden können.

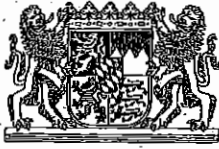
Aber auch aus anderen Gesichtspunkten zur Planung der Marktanteile der Gesellschaft können die Ansätze für MAN Truck & Bus nicht als unvertretbar angesehen werden. Die Gesellschaft ging in ihrer Planung davon aus, den Marktanteil in diesem Segment bis 2015 leicht zu erhöhen und sodann konstant zu halten. Dabei sollte in Europa ein Wert von 18 % erzielt werden. Der zur Überprüfung der Plausibilität mögliche und zulässige Vergleich mit den Ist-Werten für 2013 und wohl auch für das erste Halbjahr 2014 belegt indes tatsächlich rückläufige Marktanteile in Europa, wenn die Ist-Zahlen bei rund 16 % liegen. Das MAN Truck Concept S stellt eine Machbarkeitsstudie dar, die 2010 vorgestellt wurde. Einen fahrbaren Prototypen gab es jedenfalls zum Stichtag der Hauptversammlung noch nicht, weshalb aus dieser Entwicklungschance eines neuen, durchaus zukunftsweisenden Modells aber noch keine konkreten Planungen für die Rückgewinnung von Marktanteilen von Mitbewerbern getroffen werden konnten.

- (f) Auch in dem zu den BRIC-Staaten zählenden Indien kam es nicht zu einer unzulässigen Vernachlässigung von Wachstumspotenzialen, auch wenn dort mit einem Marktwachstum von 7 % gerechnet wird. Daran wird MAN Truck & Bus allerdings keinen so hohen Anteil haben können, weil das Produktprogramm von MAN Force India für den Markt in diesem Land zu hochklassig



ist. Zudem befindet sich die Gesellschaft nach den Erläuterungen der Vertragsprüfer in einer Phase des Umbaus des Produktprogramms weg von Transportfahrzeugen hin zu bergbaulastigen Fahrzeugen, um den spezifischen Anforderungen in Indien gerecht zu werden. Insgesamt wurde für Indien ein Anstieg geplant, wobei allerdings die absoluten Zahlen nicht außer Betracht bleiben können, wonach der Anteil von MAN Truck & Bus am indischen Markt – ebenso wie in China – unter 1 % liegt, weil in beiden Staaten der Markt von lokalen Anbietern dominiert wird. Ebenso muss gesehen werden, dass in Indien nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer dem negativen operativen Ergebnis in 2013 durch eine Modelländerung zwar entgegen gesteuert werden sollte. Mit dieser Umstellung soll mittelfristig in Indien auch eine Perspektive geschaffen werden, durch die das operativ negative Ergebnis auf eine „schwarze Null“ oder leicht positive operative Ergebnisse gebracht werden soll. Angesichts dieser Darstellung der Ergebnisse der Zahlen in Indien und der Zielvorstellungen der Gesellschaft kann die vom Antragsteller zu 49) zitierte Aussage des Vorstandsvorsitzenden der MAN SE auf der Hauptversammlung über die Wachstumsaussichten in Indien nur als auf mittel- und langfristige Perspektiven bezogen verstanden werden.

Aus ihren Arbeitspapieren könnten die Vertragsprüfer auch nicht die vom Antragsteller zu 49) genannten Absatzzahlen für das Jahr 2012 von knapp 4.000 LKW bestätigen; die Gesellschaft setzte danach im Jahr 2012 nach den den Vertragsprüfern vorgelegten Unterlagen nur gut 1.000 LKW auf diesem Markt ab. Gerade die Restrukturierungsüberlegungen in Richtung auf den Bergbautransport lassen zudem eine Verneunzehnfachung der Absatzzahlen als gänzlich unrealistisch erscheinen, zumal – wie bereits ausgeführt – der Markt von lokalen Anbietern beherrscht wird und MAN Truck & Bus hochprei-



sige Nutzfahrzeuge herstellt, für die in einem Schwellenland wie Indien in überschaubarer Zukunft ein derart hoher Bedarf von dann nahezu 20.000 Fahrzeugen im Jahr nicht als realistisch angesehen werden kann. Gerade der Absatz hochwertiger LKW's wie beispielsweise des TGX bedarf zudem eines Service-Netzes, für dessen Aus- oder Aufbau keine Investitionen in dem Unternehmenskonzept vorgesehen waren. Auch kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass in einer globalisierten Welt und miteinander verflochtenen Volkswirtschaften die lokalen Hersteller in der Lage sind, moderne Technik zu erlangen. Da es zudem keinerlei Anhaltspunkte dafür gab, die Gesellschaft oder MAN Truck & Bus würden lokale billigere Anbieter aufkaufen, können die Planannahmen in Bezug auf Indien als nicht zu pessimistisch eingestuft werden.

- (g) Die Planannahmen für die Volksrepublik China müssen ebenfalls als plausibel angesehen werden. In China setzte die Planung insgesamt ein Wachstum an, wobei der Marktzugang im Wesentlichen über Sinotruk erfolgt, aber auch über in Indien produzierte Modelle. Indes muss in China die Dominanz lokaler Produzenten in gleicher Weise gesehen werden wie in Indien, wobei auch dort gerade angesichts der Hochklassigkeit und Hochpreisigkeit der Modelle von MAN Truck & Bus sich das Problem des Service-Netzes in gleicher Weise stellt.
- (h) Die Fehlerhaftigkeit der Planung lässt sich nicht aus der Erwägung heraus ableiten, sie blende im Jahr 2013 Vorzieheffekte aus der Einführung der Euro-VI-Abgasnorm aus. Die Vertragsprüfer erläuterten, dass dieser Umstand sehr wohl berücksichtigt worden sei. Zum einen seien mit der Einführung dieser neuen Technologie Preiserhöhungen möglich; andererseits komme es aber auch zu Kostenveränderungen, weshalb dar-



aus insgesamt keine signifikanten Margenveränderungen abgeleitet werden können. Ebenso musste die Planung die Folgen der Einführung der strengen Abgasnormen im Sinne von Vorzieheffekten beachten, die dann auch Nachfragerücken im Folgejahr nach sich ziehen. Wenn ein LKW eine Geschäftsperiode früher gekauft wird, so besteht in der sich unmittelbar anschließenden Periode kein Bedarf mehr, diesen zu erwerben. Im Termin vom 1.10.2014 wiesen die Vertragsprüfer darauf hin, dass sich aus den Ist-Zahlen für das erste Halbjahr 2014 deutlich schlechtere Absatzzahlen ergeben, was nachvollziehbar zumindest auch auf den dann unterschätzten Umfang der Vorzieheffekte zurückgeführt werden kann.

- (i) Aus einem technologischen Vorsprung gegenüber den asiatischen Herstellern wird die Gesellschaft auf den Märkten gerade in China und Indien dennoch kein höheres Wachstum ableiten können, auch wenn insbesondere MAN Truck & Bus durch seine technologischen Möglichkeiten im Gegensatz zu den einheimischen Herstellern in der Lage wäre neue, strengere Abgasnormen zu erfüllen. Allerdings werden derartige neue, verschärfte Abgasnormen erfahrungsgemäß nicht kurzfristig eingeführt. Zudem haben die in Asien beheimateten Hersteller vielfach bereits Kooperationen mit europäischen Lkw-Herstellern oder unabhängigen Motorenproduzenten wie Cummins Inc., worauf die Vertragsprüfer in ihrer zweiten ergänzenden Stellungnahme aufmerksam machten. Foton gründete bereits im Jahr 2012 ein Joint Venture mit der Daimler AG, was Foton den Zugang zu hochwertigen Motoren eröffnet. Zudem hat dieses Unternehmen ebenso wie Tata und Dongfeng ein Joint Venture mit Cummins Inc.; zudem ist die Volvo-Gruppe wesentlich am Lkw-Bereich von Dongfeng beteiligt. Angesichts dieser Situation ist nicht zu erwarten, dass durch strengere Abgasnormen



auf Märkten, in denen MAN nur unwesentliche Marktanteile hat, ein signifikanter Vorteil erzielt werden kann. Zudem muss die Überlegung berücksichtigt werden, dass in China und Indien nicht zu erwarten sein wird, dass Abgasnormen eingeführt werden, die wesentliche einheimische Lkw-Hersteller nicht erfüllen können und somit Gefahr laufen, aus dem Markt hinausgedrängt zu werden. Nicht gänzlich außer Betracht bleiben kann auch die Überlegung, dass strengere Abgasnormen in den Heimatmärkten der asiatischen Hersteller für MAN Truck & Bus ein Risiko darstellen könnten, wenn diese die europäischen und brasilianischen Abgasnormen erfüllen und dann als Konkurrenten auf wesentlichen Absatzmärkten der MAN SE auftreten. Dieses Risiko ist gerade angesichts der Situation in Brasilien nicht von der Hand zu weisen, wo spätestens im Jahr 2016 nach den Erkenntnissen der Prüfer der chinesische Hersteller Photon ein Werk errichten will.

- (j) Sich aus der Liberalisierung des Fernbusverkehrs und der Abschaffung des Postmonopols ergebende Potenziale flossen in angemessenem und ausreichendem Umfang in die Planung ein. Die Gesellschaft ging von einem Wachstum von 1,4 % p.a. bis 2017 aus, nachdem der Busmarkt seit 1992 rückläufig war. Dies zeigt bereits, dass gerade die Liberalisierung des Fernbusverkehrs bei der Planung berücksichtigt wurde. Die innerhalb der Gesellschaft erstellten Studien gingen von einem Wachstum zwischen 0,5 % und 1,3 % aus. Zudem zogen die Vertragsprüfer – ebenso wie die Gesellschaft – vor allem auch die externe Studie von Doug Jack heran, wobei im Vergleich der internen zu der externen Studie besonders für den Busmarkt die internen Studien bei MAN Truck & Bus in 75 % den besten Schätzer abgaben und in den anderen Fällen die Abweichung von den besseren externen Studien gering war.



Wenn dann ein sogar leicht über den internen Studien liegendes Wachstum angesetzt wird, bedarf dieser Ansatz keiner Korrektur.

- (k) Die Möglichkeiten aus den Gigalinern berücksichtigt die Planung in angemessener Art und Weise. Eine stärkere Berücksichtigung scheitert an tatsächlichen ebenso wie an rechtlichen Fragestellungen. Zum einen muss berücksichtigt werden, dass Gigaliner mit einem zulässigen Gesamtgewicht von bis zu 60 t zu Effizienzsteigerungen bei Transportkosten führen, weil mit einem Gigaliner sehr viel mehr transportiert werden kann als mit einem LKW, der bislang mit einer Höchstgrenze von 40 t zugelassen war. Diese höhere Transportkapazität der Gigaliner führt zu einer Reduktion des Bedarfs an LKW's – das zulässige Höchstgewicht von drei herkömmlichen Schwerlastkraftwagen könnte in Zukunft von lediglich zwei Gigalinern transportiert werden. Dieser Effekt wird plastisch und nachvollziehbar als „Kannibalisierung“ beschrieben. Zum anderen aber war zum Stichtag der Hauptversammlung das Ergebnis des Modellversuchs in einigen Ländern der Bundesrepublik nicht so weit fortgeschritten, dass eine gesetzliche Regelung über die Zulässigkeit des Einsatzes von Gigalinern absehbar gewesen wäre. Ein sinnvoller Einsatz dieses Transportmittels müsste zudem erhebliche Investitionen der öffentlichen Hand in die Verkehrsinfrastruktur in Deutschland nach sich ziehen, damit die Gigaliner auf den Straßen tatsächlich einsetzbar sind.
- (l) Korrekturbedarf lässt sich auch nicht im After-Sales-Geschäft begründen, was nicht positiver statt unterproportional zu planen war. Der Schwerpunkt des After-Sales-Geschäfts liegt bei MAN Truck & Bus in Westeuropa, also in vergleichsweise gesättigten Märkten, in denen insgesamt niedrigere Wachstumsraten zu



erwarten sind. Da das After-Sales-Geschäft gerade nicht auf Neugeschäft beruht, kann selbst von einem überproportionalen Anstieg desselben nicht auf einen vergleichbaren Anstieg im After-Sales-Geschäft geschlossen werden. Die Aussage des Vorstandsvorsitzenden auf der Hauptversammlung über zunehmende Investitionen in diesem Bereich rechtfertigen nicht den Rückschluss auf eine unangemessene Planung, weil eine Vielzahl von Maßnahmen in diesem Bereich auf die Kostensenkung abzielen, nicht auf die Steigerung der Umsatzerlöse – durch sinkende Kosten kommt es in diesem Bereich aber zu Margenverbesserungen. Zudem muss für die Beurteilung der Angemessenheit der Planannahmen entscheidend beachtet werden, dass die Investitionen zum Erhalt des bestehenden Werkstattnetzes erforderlich sind und daher gerade nicht unmittelbar umsatzsteigernd wirken. Die ergänzende Stellungnahme der Herren Wirtschaftsprüfer führt zudem erläuternd aus, dass dieser Geschäftsbereich zwar mit 2,7 % unterproportional zum Umsatzwachstum von 5,2 % in Phase I beiträgt, aber hierdurch Umsatzerlöse oberhalb der historischen Höchstwerte angenommen werden; zudem werden die Umsatzerlöse im After-Sales-Geschäft eben überwiegend auf dem gleichfalls unterproportional steigenden europäischen Markt erzielt werden.

- (m) Korrekturen der Planannahmen für MAN Truck & Bus gründen nicht auf der Möglichkeit des Markteintritts neuer Wettbewerber auf dem asiatischen Markt, insbesondere in Indien. Diese Möglichkeit berücksichtigten die Planannahmen, wobei davon ausgegangen wurde, in der schweren Reihe Marktanteile zu verlieren; während – wie bereits angesprochen – in Europa entsprechend Anteile gewonnen werden sollten. Die Planung erfolgt dabei differenziert nach Ländern und Gewichtsklassen unter



Berücksichtigung der Erwartungen des Vertriebs nach dem Eintritt neuer Wettbewerber, wobei der Wettbewerb vor allem über die Preise ausgetragen wird. Wenn dann auch in Indien ein allgemeiner Trend des Eintritts neuer Wettbewerber in die Planannahmen einfließt, so beruht dies auf einer nicht zu beanstandenden Einschätzung der Planverantwortlichen.

- (n) Ein gesonderter Ausweis der Ergebnisse von MAN Truck & Bus und MAN Finance musste nicht erfolgen, nachdem es sich bei MAN Finance um eine Finanzierungsgesellschaft für Produkte handelt, die in erster Linie im Europäischen Raum vertrieben werden.
- (3) Im Segment MAN Latin America gehen die Planungen von realistischen und folglich nicht korrekturbedürftigen, plausiblen Annahmen aus.
- (a) Die Planannahmen beruhen auf einer hinreichend detaillierten Informationsgrundlage, weshalb es nicht notwendig war, weitergehende quantitative Studien insbesondere zum brasilianischen Busmarkt durchzuführen und heranzuziehen. Die Planverantwortlichen gingen von einem Anstieg des Marktvolumens am brasilianischen Busmarkt von 28.809 Fahrzeugen im Jahr 2012 auf 42.000 Fahrzeuge zum Ende der Detailplanungsphase aus, was einem jährlichen Anstieg von rund 7,8 % entspricht. Demgegenüber erwarteten die Marktanalysten ein deutlich geringeres Wachstum von lediglich 1,6 % jährlich. Zudem verglichen die Prüfer die Markterwartungen von Doug Jack und Eric Gibbins aus dem Jahr 2012 mit den Erwartungen von MAN Latin America, wobei auch diese Studien mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 1,6 % deutlich niedrigere Wachstumsraten aufwiesen. Gerade auch mit Blick auf die be-





reits beschriebene hohe Prognosegenauigkeit der internen Studien hat die Kammer keinen Zweifel daran, dass die entsprechenden Planzahlen für den brasilianischen Busmarkt nicht als zu pessimistisch und damit nicht mehr plausibel bezeichnet werden können.

- (b) Die Entwicklung der Exportmärkte in Lateinamerika und Afrika floss sachgerecht in die Planung ein. Dabei muss zunächst bereits berücksichtigt werden, dass im Jahr 2012 der Schwerpunkt des Absatzes von MAN Latin America auf dem „Heimatmarkt“ Brasilien lag, auf dem mit einem Anteil an LKW von 86 % und bei Bussen von 76 % erzielt wurde, weshalb der Anteil am Export vor allem in die mittel- und südamerikanischen Länder Argentinien, Chile, Mexiko, Peru und Uruguay gemeinsam lediglich rund 11 % des LKW-Absatzes und rund 13 % des Bus-Gesamtabsatzes ausmachten, wobei sich das Exportvolumen vor allem in den Jahren 2001 bis 2005 signifikant erhöhte, im Jahr 2007 mit 10.801 Fahrzeugen einen Höchststand erreichte, der bei einer volatilen Entwicklung in den Jahren bis 2012 nie mehr erreicht wurde. Bis zum Ende der Detailplanungsphase gegen die Planannahmen von einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von rund 14 % und einem Absatzwachstum von rund 11 % aus. Das Exportvolumen soll dabei von 8.980 Fahrzeugen im Jahr 2012 auf 17.000 Fahrzeuge im Jahr 2017 ansteigen, womit ein jährliches Absatzwachstum von durchschnittlich 13,66 % unterstellt wird. Dieses geplante Wachstum gründet neben dem Marktwachstum in Lateinamerika namentlich auf der für das Jahr 2016 geplanten Markteinführung der Baureihe Phevos sowie der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit von MAN Latin America auf den Exportmärkten einschließlich des Eintritts in neue Segmente und dem Markteintritt in Nordafrika und dem Mittleren Osten. Der Ab-



gleich mit der Marktstudie von IHS für die fünf wesentlichen lateinamerikanischen Exportländer zeigt, dass MAN Latin America von einem Wachstum bis zum Ende der Detailplanungsphase ausgeht, welches über den Erwartungen der Marktstudien von IHS hinausgeht, die eine jährliche Steigerung von 3 % prognostizierten.

- (c) Aus der brasilianischen Verkehrsinfrastruktur und deren Ausbau kann nicht auf die fehlende Plausibilität der Planung geschlossen werden, auch wenn die Regierung Brasiliens ein sich auch auf die Infrastruktur beziehendes Konjunkturprogramm gestartet hat, das bis 2014 laufen sollte. Da das Straßennetz ausgebaut werden und eine damit bezweckte Verbesserung der Straßenbedingungen einhergehen sollte, wirkt sich dieser Umstand auch auf die Nachfrage nach LKW's und Bussen aus. Allerdings betreffen diese Strukturprojekte auch den Ausbau von Eisenbahnstrecken, Häfen sowie von Flughäfen. Zwar handelt es sich dabei um konkurrierende Transportmittel; indes besteht Transportbedarf mit LKW's, wenn es um die Umsetzung der mit den Investitionen verbundenen Maßnahmen geht. Deshalb kommen diese Maßnahmen außerhalb des Straßenbaus mittelbar auch der Nachfrage nach Nutzfahrzeugen zugute. Seit Beginn der Konjunkturprogramme im Jahr 2007 stieg ausweislich der ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer die Zahl der neu zugelassenen LKW mit einem Gesamtgewicht von mehr als 5 t von 95.000 im Jahr 2007 auf rund 137.000 im Jahr 2012. Bei der Prognose der weiteren Entwicklung fällt zum einen ist Gewicht, dass nach den Erkenntnissen zum Stichtag dieses Konjunkturprogramm 2014 auslaufen sollte. Zum anderen muss aber vor allem auch bei der Bejahung der Plausibilität gesehen werden, dass für den brasilianischen LKW-Markt MAN Latin America von einem jährlichen Marktabstanzwachstum von



rund 9 % ausging und der eigene LKW-Absatz von 45.829 Einheiten im Jahr 2012 auf 77.704 Einheiten gesteigert werden soll. Das von MAN Latin America erwartete Marktwachstum berücksichtigt dabei neben den Investitionen in die Infrastruktur vor allem auch die Effekte aufgrund der Fußball-Weltmeisterschaft 2014 und der Olympischen Spiele in Rio de Janeiro 2016. Da das Infrastrukturprogramm bereits über fünf Jahre zum Stichtag der Hauptversammlung lief, vermag die Kammer keine Anhaltspunkte dafür zu finden, die Planung sei zu pessimistisch, zumal die Prognose des Marktabsatzwachstum von rund 9 % Wachstum jährlich nicht nur deutlich über den Prognosen der externen Marktstudien lag, sondern auch deutlich über dem für Brasilien vom Internationalen Währungsfonds erwarteten Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von rund 4 %.

- (d) Die Auswirkungen der Einführung neuer Abgasnormen in Brasilien führen nicht zur Notwendigkeit der Anpassung der Planzahlen. Die Vertragsprüfer erläuterten in dem Prüfungsbericht wie auch in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.9.2014 die Folgen der Einführung des neuen Emissionsstandards Proconve P7, der gerade keinen Absatzstau, sondern zu vorgezogenen Käufen von Proconve P5-Fahrzeugen im Jahr 2011 und im ersten Quartal des Jahres 2012 führte, nachdem seit dem zweiten Quartal des Jahres 2012 ein Auslieferungsverbot von Fahrzeugen mit dem älteren P5-Standard bestand. Dieses Auslieferungsverbot bezog sich indes nur auf den Hersteller, nicht aber auf Händler, so dass diese die preisgünstigeren Fahrzeuge mit P5 noch verkaufen konnten. Da das Absatzvolumen der Hersteller und damit auch von MAN Latin America im Jahr 2012 durch diese vorgezogenen Käufe aus dem Jahr 2011 negativ



beeinflusst war, bestehen keine Hinweise auf einen vernachlässigten Nachholeffekt.

- (e) Eine unzureichende Berücksichtigung der Verschiebung der LKW-Flotten in Brasilien weg vom Niedrigpreissegment hin zum Premiumsegment kann nicht angenommen werden, weshalb auch keine Plankorrekturen veranlasst sind. MAN Latin America erwartet einen Anstieg oberhalb der Erwartungen der Boston Consulting Group in dem in Brasilien stärker wachsenden Premiumsegment. Auch liegt das erwartete Wachstum erheblich oberhalb der Erwartungen in den von den Vertragsprüfern analysierten Marktstudien zum brasilianischen LKW-Markt. Die Gesellschaft ging für das stark wachsende Premiumsegment von einem LKW-Absatz in Brasilien mit einem Wachstum von rund 39.000 im Jahr 2012 auf rund 65.000 im Jahr 2017 und damit von durchschnittlich 10,6 % Wachstum pro Jahr aus. Demgegenüber unterstellt die Boston Consulting Group ein Absatzwachstum für das Premiumsegment von 6 %, wobei die Gesellschaft seit 2011/2012 mit der TGX-Baureihe auch das Marktsegment der extra schweren LKW's bedient. Der Anstieg des Absatzwachstums oberhalb der sonstigen Markterwartungen, wie sie in externen Studien zum Ausdruck kommen, zeigt, dass hier keine weiteren Plankorrekturen nach oben wegen mangelnder Plausibilität veranlasst sind.
- (f) Die Planung berücksichtigt auch angemessen das Auftreten neuer Wettbewerber am Markt. Die Vertragsprüfer legten bei ihrer Anhörung dar, dass namentlich in Brasilien neue Wettbewerber in den Markt drängen. Zum Stichtag der Hauptversammlung hatte bereits der Hersteller DAF Investitionen in ein Werk in Brasilien getätigt, um auf diesem Markt Fuß fassen zu können. Ebenso drängt ein chinesischer Hersteller auf den



Markt, bei dem lediglich unklar ist, ob dies kurzfristig oder erst 2016 erfolgen soll. In jedem Fall gerät durch einen derartigen Neueintritt auch der Marktführer unter Druck, Marktanteile halten zu können, was dann regelmäßig nur über Preise möglich sein wird; mithin sind rückläufige Margen die denkbare Konsequenz aus dieser Konstellation.

- (4) Im Geschäftsbereich MAN Diesel & Turbo müssen keine Änderungen der Planannahmen vorgenommen werden, weil insoweit die Anhörung samt der ergänzenden Stellungnahmen dazu geführt hat, dass die Kammer keine Zweifel an der Plausibilität der Planung in diesem Geschäftsbereich hat. Der Bereich MAN Diesel & Turbo setzt sich aus den Bereichen Power Plant, Engines & Marine Systems und Turbomaschinen zusammen, so dass hier unterschiedliche Entwicklungen zu beachten sind.
  - (a) Der Annahme des Rückgangs der Umsätze im Geschäftsjahr 2013 steht nicht entgegen, dass der vorläufige Tiefpunkt der Krise im Schiffsmarkt – gemessen an der Zahl der bestellten Schiffe – bereits im Jahr 2012 vorgelegen haben soll; daraus kann allerdings kein Rückschluss darauf gezogen werden, die Umsätze müssten bereits im Folgejahr 2013 wieder steigen. Im Schiffsbau, der Zweitakt-Dieselmotoren für Antriebssysteme in großen Schiffen entwickelt und Viertakt-Dieselmotoren als Antrieb in kleinen Schiffen und als Hilfsmotoren entwickelt und produziert, lag der Tiefpunkt der Bestellungen tatsächlich im Jahr 2012. Allerdings muss ein erheblicher zeitlicher Versatz zwischen dem Auftragseingang und dem Generieren von Umsatzerlösen berücksichtigt werden; dieser zeitliche Abstand hängt ab von der Art und Weise der Produktion und liegt in der Eigenproduktion bei einem Jahr, im Lizenzbau bei rund zwei Jahren. Angesichts dessen ist es nicht unplausibel, wenn es im



Geschäftsjahr 2013 noch zu Umsatzrückgängen kam. Bei der Entwicklung der Umsatzzahlen ist nach dem Rückgang noch im ersten Halbjahr 2013 mit 7 % unter dem Vorjahresniveau zu beachten, dass danach in der Zeit bis 2017 von einem durchschnittlichen Wachstum von 8,8 % p.a. ausgegangen wird. Diese Entwicklungen stehen in Einklang mit den Besonderheiten im Schiffsbau.

- (b) Die weitere Entwicklung in diesen Bereichen kann gleichfalls nicht als unplausibel eingestuft werden; ein Aufwärtszyklus im Schiffsbau floss hinreichend in die Planung ein, wie gerade auch das Umsatzwachstum ab 2014 erhellt. Zudem wiesen die Vertragsprüfer darauf hin, dass die Eigenproduktion tatsächlich auf einen stärkeren Wachstumspfad gesehen wird, während bei der Lizenzproduktion erheblicher Druck bestand, der seine Ursache in Problemen mit chinesischen Lizenznehmern hatte. Insgesamt erwartete die Gesellschaft aber auch in diesem Bereich auf längere Sicht positivere Entwicklungen.
- (c) Ebenso wenig kann davon ausgegangen werden, für die Absatzmärkte in Asien sei im Bereich MAN Diesel & Turbo von einer Stagnation ausgegangen worden. Die Vertragsprüfer wiesen während ihrer Anhörung auf die Planung von Wachstum auch in Asien hin.
- (d) Die Planannahmen in diesem Bereich stehen nicht in Widerspruch zu Marktprognosen, die zur Plausibilisierung herangezogen wurden und denen auch die Aktualität nicht abgesprochen werden kann.

Dies gilt zunächst für die herangezogene Studie von Clarkson von September 2012, die in der Planung auch zugrunde gelegt wurde und bei der sich die Prüfer nach ihren Erläuterungen im



Termin vom 1.10.2014 insbesondere auch mit deren Aktualisierung vom März 2013 befassten, wonach die Schiffsbestellungen tatsächlich ansteigen sollten. Auch wenn es bis zum Jahr 2022 Prognosen mit einem deutlichen Rückgang der Schiffsbestellungen gibt, veranlasste dies die Gesellschaft nicht zu einer Anpassung der Planung nach unten. Sie ging im Bereich MAN Diesel & Turbo vielmehr davon aus, dass der Wachstumspfad durch von der Gesellschaft getroffene und zutreffende Maßnahmen beibehalten werden könne. Dabei weist bereits der Prüfungsbericht auf die Einführung neuer Produkte in dem Bereich Engines & Marine Systems hin, die zum Gewinnen weiterer Marktanteile führen sollen.

Die Planung im Bereich des Schiffbaus ist auch nicht wegen eines Alleinstellungsmerkmals der Gesellschaft in der Dieselsechnologie zu pessimistisch. Auch wenn MAN Diesel & Turbo mitführend in dieser Technologie ist, lässt sich ein Alleinstellungsmerkmal tatsächlich nicht bejahen, nachdem beispielsweise der Hersteller Wärtsilä ebenfalls hochwertige Dieselsechnologieprodukte herstellt.

- (e) Kein Korrekturbedarf an den EBIT-Margen ergibt sich aus der Erwägung heraus, dem After-Sales-Geschäft müsse dieselbe EBIT-Marge wie dem gesamten Geschäftsbereich von MAN Diesel & Turbo zugeordnet werden. Dies wäre mit der detaillierten, nach Teilbereichen getrennt erfolgenden Planung nicht vereinbar. Da der After-Sales-Bereich separat geplant wurde, könnte und musste eine auf diesen Bereich bezogene EBIT-Marge angesetzt werden.
- (5) Die für den Geschäftsbereich Renk getroffenen Planungen müssen nicht angepasst werden, weil sie plausibel zu bezeichnen sind.



- (a) Dabei besteht kein Widerspruch zwischen der Planung eines Mitarbeiteraufbaus und dem Verlauf der Umsatzerlösplanung. Die Anzahl der Mitarbeiter bei Renk soll von 2.245 im Jahr 2012 auf 2.501 im Geschäftsjahr 2017 ansteigen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von ca. 2,2 % entspricht. Dieses Wachstum ist allerdings geringer als der geplante durchschnittliche Anstieg des Umsatzwachstums, der bei rund 4,5 % p.a. liegen soll. Der Anstieg der Mitarbeiter reflektiert dabei vor allem die zunehmend erhöhten Anforderungen bei der Abwicklung komplexer Kundenaufträge – die zunehmende Komplexität auch von Abläufen ist ein in einer vielfach vernetzten, globalisierten Weltwirtschaft zu beobachtendes Phänomen, weshalb auch der Anstieg der Mitarbeiterzahl nachvollziehbar ist.
- (b) Die Kapazitätsauslastung sollte bei Renk in den Jahren der Detailplanungsphase kontinuierlich ansteigen von rund 79 % auf eine nahezu Vollauslastung von 99 % im Jahr 2017 – bei einem einmaligen leichten Rückgang um 1 Prozentpunkt im Jahr 2015. Bei dieser Entwicklung kann eine mangelnde Plausibilität nicht bejaht werden.
- (c) Die Umsatzentwicklung in Relation zum Auftragseingang bedarf keiner Korrektur. Die Vergangenheitsanalyse zeigt, dass es unterschiedliche Abwicklungszeiten gab – gerade bei Großaufträgen können die Laufzeiten der Auftragsabarbeitung bis zu zehn Jahren betragen, was dann auch den Umsatzverlauf beeinflusst. Den Vertragsprüfern lagen die Unterlagen zur Auftragsrealisierung vor, woraus sie dann auch den Schluss auf eine plausible Planung ziehen konnten.

In ihrer Planung nahm die Gesellschaft für den Bereich Renk an, alle akquirierten Großprojekte würden bis zum Ende der





Detailplanungsphase abgearbeitet. Dabei kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, bei Renk lege die Planung kein Wachstum zugrunde. Die Umsatzerlöse sollen nämlich von € 476 Mio. im Geschäftsjahr 2012 bis auf € 593 Mio. am Ende der Detailplanungsphase wachsen; die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt dabei bei 4,5 %.

Angesichts der schwierigen Lage am weltweiten Schiffsbau- markt kann dieses Wachstum nicht als zu pessimistisch be- zeichnet werden, auch wenn Renk von staatlichen Beschaf- fungsprogrammen für Marine und Küstenwache beispielsweise in den Vereinigten Staaten von Amerika, Algerien und Korea profitiert, wobei sich aber gegen Ende der Phase I eine Ab- schwächung der Nachfrage abzeichnet. Andererseits sollte es bei Projekten der Offshore Windenergie bis 2017 trotz der aktu- ell schwierigen Rahmenbedingungen zu einem deutlichen Wachstum kommen, wobei Asien als Absatzmarkt mittelfristig Bedeutung gewinnen sollte.

Unter Berücksichtigung dieser Entwicklungen kann an der Plausibilität der entsprechenden Planannahmen nicht gezwei- felt werden.

- (6) Im Bereich Zentrale/Konsolidierung müssen keine Anpassungen vor- genommen werden.
  - (a) Der Rückgang der Umsatzerlöse von € minus 176 Mio. auf € minus 443 Mio. beruht auf der geplanten Ausweitung der Liefe- rungs- und Leistungsbeziehungen innerhalb des Konzerns zwis- chen MAN Truck & Bus und MAN Latin America. Die Einfüh- rung der Baureihe TGX in Brasilien im Jahr 2012 sowie die ge- plante Absatzausweitung führt auch zu einem Anstieg der Li-



ferbeziehungen zwischen diesen beiden Unternehmensteilen. Andererseits wird erwartet, dass MAN Latin America den Phevos nach dessen Markteinstieg in Brasilien auch an MAN Truck & Bus liefern wird, weshalb ein interner zu konsolidierender Lieferverkehr zwischen den beiden Unternehmensteilen entstehen wird. Angesichts dessen ist die geplante Entwicklung gerechtfertigt.

- (b) Neben dem Anstieg der zu konsolidierenden Umsätze kommt es aber auch zu einem Anstieg der zu konsolidierenden Umsatzkosten. Der Anstieg der (negativen) Umsatzerlöse im Bereich Zentrale/Konsolidierung führt dementsprechend aber nicht zu einer entsprechenden negativen Beeinflussung des Unternehmenswertes.

Der Anstieg der Verwaltungsaufwendungen im Bereich Zentrale/Konsolidierung muss nicht als unplausibel korrigiert werden. Neben der Konzernholding umfasst er elf Gesellschaften, die im Wesentlichen Serviceleistungen für den Konzern erbringen. Da das gesamte Geschäftsvolumen der MAN SE in Phase I steigt, kann ein Anstieg der Verwaltungsaufwendungen der Zentrale auch nicht ausbleiben. Allerdings steigen diese bereits weniger stark an als der Umsatz des Konzerns insgesamt. Hauptposten der Verwaltungsaufwendungen sind dabei die Personalaufwendungen, bei denen von einem relativ konstanten Bestand der Belegschaft ausgegangen wird und die erwarteten Tarifsteigerungen angesetzt werden. Da zudem auch externe Beratungsaufwendungen, Aufwendungen für Werbekampagnen und Sponsoring unter die Verwaltungsaufwendungen fallen, kann deren Entwicklung nicht als unplausibel bezeichnet werden.

- (c) Darauf aufbauend muss dann aber auch die Entwicklung des EBIT als tragfähige Grundlage angesehen werden. Wenn die



einzelnen Positionen, die in das EBIT einfließen, plausibel geplant sind, muss zwingend auch das EBIT plausibel sein.

(7) Hinsichtlich sonstiger Einzelposten im Rahmen der Ertrags- und Aufwandsplanung bedarf es keiner Anpassungen der entsprechenden Planannahmen.

(a) Dies gilt zunächst hinsichtlich des Ergebnisses der Beteiligungen der Gesellschaft, bei denen mangelnde Plausibilität gerügt wurde.

(aa) Die Minderheitsbeteiligung der Gesellschaft an der Scania AB fließt sachgerecht in den Ertragswert ein, wobei diese Erträge gerade nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft werden dürften. Nicht betriebsnotwendig sind nämlich nur solche Aktivitäten, die entsprechend den individuellen Gegebenheiten des zu bewertenden Unternehmens zur Erreichung des Betriebszwecks nicht erforderlich sind und denen folglich kein besonderes wirtschaftliches Gewicht für die Betriebsführung zukommt; sie können zum Stichtag veräußert werden, ohne dass dies Einfluss auf den Unternehmenszweck und die Fortführung der Gesellschaft hätte. Demgegenüber gehören zum betriebsnotwendigen Vermögen all die Vermögens- und Schuldpositionen, die ein Unternehmen zur Erzielung finanzieller Überschüsse benötigt (vgl. BayObLG AG 2006, 41, 44 = NZG 2006, 156, 159; OLG München AG 2007, 411, 414; OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334 = ZIP 2012, 371, 372 (Ls.); Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 139; Hüttemann/Meinert in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 7 Rdn. 24; Popp in: Peemöller, Praxis-



handbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 188 f.). Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage war es sachgerecht, die Erträge aus der Beteiligung an Scania AB dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen. Hierfür spricht bereits der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand der MAN SE, der vor allem auch in der Beteiligung an Unternehmen des Fahrzeugs- und Motorenbaus liegt. Scania ist als Nutzfahrzeughersteller im selben Geschäftsfeld tätig wie die MAN SE. Der bereits vor dem Stichtag der Hauptversammlung veröffentlichte Geschäftsbericht des Jahres 2012 weist auf S. 101 auf die Kooperation der MAN SE mit der [redacted] und Scania AB hin. MAN bildet demnach gemeinsam mit diesen beiden anderen Herstellern eine starke Nutzfahrzeug-Allianz, um ein führender Akteur auf dem weltweiten Markt für LKW und Busse zu werden. Auch ermöglicht die Allianz die Hebung umfangreicher Synergiepotenziale, die der Geschäftsbericht aber nicht näher umreißt. Gerade diese Nutzfahrzeug-Allianz, an der auch Scania AB beteiligt ist, macht deutlich, dass die Beteiligung an dieser Gesellschaft von strategischer Bedeutung für die Erzielung von Überschüssen ist und folglich dem betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet werden muss. Dies gilt umso mehr als angesichts dieser Bedeutung auch keinerlei Anhaltspunkte für eine baldige Veräußerungsabsicht bestehen werden.

Der Wert der Beteiligung an der Scania AB auf der Basis zu erwartender Erträge aus dieser Aktiengesellschaft floss sachgerecht in den Ertragswert ein. Dabei verglichen die Vertragsprüfer die geplanten Ergebnisse aus der Beteiligung an Scania AB nicht nur zeitnah zum Ende ihrer Prüfungshandlungen, sondern auch zum Bewertungsstichtag



anhand von Datenbankabfragen bei Bloomberg und anhand von Analystenschätzungen. Aus der Analyse dieser Abfrage resultierten für die Jahre 2013 bis 2015 niedrigere prognostizierte Ergebnisbeiträge als im Rahmen der Bewertung berücksichtigt wurden. Für die Jahre 2016 und 2017 erhielten die Bewertungsgutachter lediglich zwei bzw. eine Analystenschätzung aus ihrer Abfrage. Daher verzichteten sie auf das Abstellen auf diese einzelnen Einschätzungen und entwickelten die Beteiligungserträge ausgehend von 2015 mit dem Wachstumsfaktor von 1 % p.a. fort. Die Vertragsprüfer erhielten für die Jahre 2016 und 2017 höhere Konsensschätzungen aus Bloomberg. Allerdings lagen diese mit € 167 Mio. und € 169 Mio. im Vergleich zu den im Rahmen der Unternehmensbewertung herangezogenen Werte von € 161 Mio. bzw. € 162 Mio. um knapp 3,75 % bzw. rund 4,32 % höher. Angesichts einer auch hier nur möglichen Schätzung auf der Grundlage von Prognosen eines oder mehrerer Analysten können diese Abweichungen in einer Größenordnung von weniger als 5 % die angenommenen Beteiligungserträge nicht in Frage stellen. Wenn die Konsensschätzung des Jahres 2015 fortgeschrieben wurde, ist dies angesichts der zu beobachtenden Bandbreite von Analystenschätzungen und deren Ungewissheit in Bezug auf die Richtigkeit der Vorhersage künftiger Entwicklungen kein systematischer Planungsfehler.

Die Vertragsprüfer verwiesen in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.9.2014 auf den zur Plausibilisierung vorgenommenen Vergleich der Marktkapitalisierung der Scania AB und mit den zum Bewertungsstichtag vorliegenden 12-Monats-Kursprognosen der Analysten für Scania AB sowie auf den durchschnittli-



chen Börsenkurs der Scania AB für die letzten drei, sechs, zwölf und 24 Monate vor dem 26.4.2013; dabei ergab sich nie ein höherer Wertbeitrag als nach der Bewertungssystematik, wie sie von den Bewertungsgutachtern von angewandt wurde.

Eine Einbeziehung von Erkenntnissen, die die über Scania hatte, konnte nicht erfolgen. Die Vertragsprüfer fragten diesbezüglich ausdrücklich bei der nach und erhielten die Auskunft, es lägen keine weitergehenden bewertungsrelevanten Informationen zu Scania AB vor. Dabei muss zum einen berücksichtigt werden, dass vertiefte Erkenntnisse, die über öffentlich verfügbare Informationen hinausgehen, aufgrund des schwedischen Aktienrechts nicht erlangt werden können. Zudem besteht auch für die MAN SE außerhalb einer Hauptversammlung der keine Möglichkeiten, auf rechtlich gesicherter Basis im Sinne eines bestehenden Anspruches Informationen der zu erhalten. Ein Anspruch besteht nur im Rahmen der Hauptversammlung gemäß § 131 Abs. 1 AktG.

Globale Realwachstumsprognosen und Inflationserwartungen mussten nicht in die Bewertung einfließen, weil mit deren Berücksichtigung kein Erkenntnisgewinn zu erwarten war. Das Ertragswachstum eines Unternehmens kann gerade nicht aus diesen Parametern abgebildet werden, sondern basiert auf den Planungsunterlagen und -analysen, die bei Scania – ebenso wie bei Sinotruk für die MAN SE nicht in Erfahrung zu bringen waren. Wenn dann wie hier auf die Prognosen von Marktteilnehmern abgestellt wird, ist am besten sichergestellt, dass wenigstens die extern verfügbaren wertbildenden Faktoren hinrei-



chend berücksichtigt werden; in den Abgleich auch mit der Marktkapitalisierung, der hier eben zu keinen höheren Werten führte, sind dann mittelbar auch die globale Realwachstumsprognose ebenso abgebildet wie Inflationserwartungen.

Das Fortschreiben der Dividenden blendet auch nicht strukturelle Verbesserungen mit positiven Aussichten für künftige konjunkturelle Zyklen unzulässigerweise aus. Dabei wurden erhebliche Synergieeffekte für Scania beachtet, weil sich diese öffentlich verfügbaren Informationen bereits in den Aktienkursen von Scania AB abgebildet haben. Dennoch ergab eine Analyse, dass sowohl zum Stichtag als auch in Bezug auf die 12-Monats-Prognose der Kursentwicklung die Marktkapitalisierung niedriger lag als die Annahmen der MAN SE für ihr Beteiligungsergebnis. Dies zeigt auch ein Vergleich mit der Ist-Entwicklung des Aktienkurses der Scania AB nach dem Bewertungsstichtag, die insbesondere nach dem 20.9.2013 einen rückläufigen Trend aufzeigte. Die Äußerungen des Vorstandsvorsitzenden der Scania AB erfolgten rund 3 ½ Monate nach dem Stichtag der Hauptversammlung der MAN SE und können daher schon wegen der Stichtagsbezogenheit der Unternehmensbewertung keine abweichende Beurteilung rechtfertigen. Die Entwicklung der Börsenkurse von Scania nach dieser Äußerung mit einem rückläufigen Trend rechtfertigt zudem nicht den Rückschluss auf die Notwendigkeit einer Änderung der Planansätze für die Beteiligung an Scania AB.

- (bb) Keine Änderung muss hinsichtlich des At equity-Ansatzes der Beteiligung an Sinotruk erfolgen.



Die Beteiligung an Sinotruk ist als betriebsnotwendig einzustufen. Hierfür spricht neben dem Unternehmensgegenstand der MAN SE insbesondere die Überlegung, dass über die Beteiligung an Sinotruk auch der chinesische Markt bedient werden kann.

Die Schätzung des erwarteten Beteiligungsergebnisses an Sinotruk geschah auf der Grundlage und unter Hinzuziehung der Jahresüberschuss-Konsensschätzungen von Analysten. Die für Sinotruk angesetzten Beteiligungserträge lagen dabei durchgängig oberhalb der Erkenntnisse aus Abfragen bei Bloomberg. Den Bewertungsgutachtern lagen für die beiden ersten Planjahre sieben bzw. vier Vorhersagen von Analysten vor; die Vertragsprüfer zogen für 2015 noch zwei weitere Analystenprognosen heran, die indes wiederum unterhalb des für 2015 angenommenen Jahresüberschusses lagen. Der Abgleich zur Marktkapitalisierung führte wie bei der Scania AB zu dem Ergebnis, dass alle Vergleichswerte unterhalb der angesetzten Beteiligungsergebnisse lagen. Ein Abstellen auf das globale Realwachstum und Inflationserwartungen musste für Sinotruk aus denselben Gründen wie bei der Scania AB nicht erfolgen. Hinzu kommt, dass gerade Sinotruk regionale Schwerpunkte hat und nicht global agiert.

- (cc) Diese Planansätze zu Scania AB und Sinotruk werden insbesondere auch nicht durch die Ausführungen im Privatgutachten von (Anlage BR-9) infrage gestellt, die die Antragstellerin zu 142) hat vorlegen lassen. In diesem Privatgutachten bleibt vor allem unklar, warum dort von einem Wachstum in 2016 und 2017 ausgegangen wird, das aus dem Ergebnis aus weltweitem





Wachstum der Verkaufszahlen für mittelgroße und Schwerlastkraftwagen sowie die Inflation in der Eurozone abgeleitet wird und die Grundlage einer steigenden Dividende sein soll; das Ergebnis in den Jahren 2016 und 2017 mit € 30 Mio. bzw. € 31 Mio. bleibt indes deutlich hinter den Wertansätzen der MAN SE mit € 41 Mio. in den Jahren 2015 bis 2017 zurückbleibt. Dieses Privatgutachten nennt für Scania AB zudem keine hinreichende Begründung, die den von MAN SE gewählten Ansatz der Dividendenzahlungen als unplausibel erscheinen lässt.

- (b) Die Investitionsplanung mit Investitionen von € 763 Mio. und Abschreibungen von € 494 Mio. bedarf keiner Korrektur, auch wenn der Konzernabschluss 2013 Investitionen von € 558 Mio. vorsieht. Die Investitionsplanung innerhalb der MAN SE erfolgt zunächst bottom up, wobei die einzelnen Standorte, Business Units etc. die Investitionsabsichten melden, dies dann auf Ebene der Teilkonzerne aggregiert und anschließend nach Überprüfung der Finanzierungsmöglichkeiten angepasst und freigegeben wird. Den Vertragsprüfern lagen Übersichten mit den wesentlichen geplanten Investitionsprojekten vor, die nach den einzelnen Bereichen getrennt waren. Demgemäß nahm der Prüfungsbericht auch jeweils separat zur Investitionsplanung Stellung. Aus dem Konzernabschluss zum 31.12.2013 mit einem geringeren Investitionsvolumen kann kein Rückschluss auf die Fehlerhaftigkeit der Planung gezogen werden. Dabei muss nämlich gesehen werden, dass der Stichtag für die Bewertung nicht einmal das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2013 umfasste und es im Laufe eines Jahres zu auch unerwarteten Verschiebungen bei der Investitionsplanung kommen kann. Die Planverantwortlichen hielten insgesamt an dem Investitionsvolumen für das Jahr 2013 fest, auch wenn es in den ersten vier



Monaten ein rückläufiges Volumen gab, was die Vertragsprüfer bei ihren Prüfungshandlungen im Zusammenhang mit der Aktualisierung der Planung auch hinterfragten. Ein Bedarf für Anpassungen wurde auch in den Folgejahren nicht gesehen. Dies muss gerade auch angesichts der Größe der Investitionen als jedenfalls noch plausibel eingeschätzt werden. Es ist für die Kammer nachvollziehbar, dass angesichts der Komplexität von Großprojekten und entsprechenden Investitionsvorhaben Verschiebungen nach hinten auftreten können, weil beispielsweise laufende Vertragsverhandlungen, erforderliche Freigaben und Genehmigungserfordernisse zusammen mit technischen Detailplanungen und sich verändernden Funktionsanforderungen zu zeitlichen Abweichungen im Sinne auch von Verzögerungen führen können.

Geplante Investitionen wirken sich naturgemäß auch auf die Entwicklung des jährlichen Abschreibungsvolumens aus, wobei das Investitionsvolumen in den Jahren der Detailplanungsphase oberhalb des Abschreibungsvolumens liegen soll.

Die Kammer hat keinen Anlass, an der Investitionsplanung und deren ordnungsgemäßer Überprüfung durch die Vertragsprüfer zu zweifeln.

- (c) Der Anstieg der Abschreibungen im Bereich MAN Truck & Bus um 8,2 % p.a. ist nicht unplausibel, auch wenn die Investitionen im Zeitablauf abnehmen. Das durchschnittliche jährliche Wachstum der Investitionen liegt im Zeitraum von 2012 bis 2017 bei minus 0,5 %, während die Abschreibungen durchschnittlich um 8,2 % p.a. ansteigen. Die Investitionen des Jahres 2012 beinhalteten allerdings den Erwerb der Anteile an der indischen Gesellschaft MAN Force Trucks Private Limited, wobei aus diesem Erwerb keine Abschreibungen erwachsen und



daher für einen Vergleich der Entwicklung seit 2012 aus diesem Jahr zu eliminieren sind. Angesichts dessen betragen die relevanten Investitionen in Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände von MAN Truck & Bus im Jahr 2012 „nur“ € 492 Mio., die auf € 625 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase ansteigen, woraus sich ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 4,9 % errechnet. Die Investitionen liegen in allen Planjahren über den Abschreibungen, weshalb ein fortlaufender Anstieg der Abschreibungen als nachvollziehbar bezeichnet werden muss. Angesichts wachsender Umsätze und Investitionen in den Jahren 2013 bis 2017 ist der leichte Anstieg der Abschreibungsquote auf knapp 3 % der Umsatzerlöse nicht zu beanstanden.

- (d) Die Planung der Wechselkurse bedarf keiner Veränderungen durch das Gericht. Dabei erfolgte die Konzernplanung, die der Bewertung zugrunde liegt, in Euro; selbst wenn einzelne länderspezifische Planungen originär in Fremdwährung erstellt wurden, erfolgte eine Umrechnung in Euro. Dabei werden die Wechselkurse zentral vom Controlling der MAN SE vorgegeben, wobei diese Einheit grundsätzlich von den Spot-Rates zum Zeitpunkt der jeweiligen Planungserstellung ausging. Diese Annahmen können der Planung der Wechselkurse zugrunde gelegt werden. Die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen bei der MAN SE sind dabei gering. Bei ausländischen Standorten oder Gesellschaften fallen Erträge und Aufwendungen häufig in gleicher Währung an, weshalb ein sogenannter „natural hedge“ vorliegt. Wechselkurseffekte sind insofern nur bei einem verbleibenden Fremdwährungsüberhang relevant. Allerdings wurden innerhalb des MAN-Konzerns zur Reduzierung der Auswirkungen von Wechselkursschwankungen die wesentlichen Wechselkursrisiken durch Währungsderivate wie Devi-



sentermingeschäfte und Devisenoptionen abgesichert. Dabei wiesen die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.9.2014 darauf hin, dass die Gesellschaft insbesondere fest kontrahierende Kundenaufträge, Bestellungen sowie Forderungen und Verbindlichkeiten in Fremdwährungen absichern, soweit die Währungen keine hohe Korrelation zum Euro aufweisen. Derartige Fremdwährungsrelationen sind US-Dollar zum brasilianischen Real, brasilianischer Real zum Euro und Britisches Pfund zum Euro.

Zur Plausibilisierung der Planannahmen nahmen die Vertragsprüfer eine Gegenüberstellung der geplanten Wechselkurse mit den entsprechenden Forward Rates im Vorfeld der Hauptversammlung vom 6.6.2013 vor. Die geplanten Wechselkurse lagen dabei – von wenigen Ausnahmen abgesehen nämlich dem US-Dollar für 2013 und 2016 sowie dem Britischen Pfund für 2013 – regelmäßig unterhalb der Forward Rates zum Bewertungsstichtag. Die Ausnahmen betragen für den US-Dollar im Jahr 2013 rund 2,5 % und für die übrigen zwei Währungspaare jeweils weniger als 1 %. Die niedrigeren Planwechselkurse führen zu höheren Euro-Umsatzerlösen im Vergleich mit den von den Vertragsprüfern herangezogenen Forward Rates. Insoweit haben die geplanten Wechselkurse keinen wertmindernden Effekt.

Eine weitere Prüfung, um wieviel Prozent sich die Gesamtumsatzerlöse erhöhen oder vermindern, wenn sich der Wechselkurs gegenüber den geplanten Kursen ändert, musste nicht erfolgen. Dies resultiert aus der untergeordneten Bedeutung von Wechselkurseffekten auf die Rentabilität der MAN SE, weil eine 10 %-ige Auf- oder Abwertung des Wechselkurses Euro/US-Dollar nahezu keine Veränderung des Periodenergebnisses mit sich bringt. Beim Wechselkurs Euro/Brasilianischer Real kommt



es zu einer Veränderung des Periodenergebnisses von plus/minus € 15 Mio. und beim Wechselkurs Euro/Britisches Pfund von plus/minus € 4 Mio., was im Jahr 2013 mit dem niedrigsten prognostizierten Jahresüberschuss lediglich eine Veränderung von rund 2,9 % und im Jahr 2017 von nicht einmal mehr 1,2 % ausmachen würde. Beim Wechselkurs Euro/Britisches Pfund sind die Veränderungen nochmals deutlich geringer. Sie lagen jedenfalls innerhalb einer Bandbreite prognostizierter Werte, die in jedem Fall als plausible Planannahmen bezeichnet werden müssen.

- (e) Keiner Korrektur bedürfen die Annahmen zum Finanzergebnis.
  - (aa) Der Ansatz eines pauschal mit 1 % angesetzten Guthabenzinssatzes ist plausibel. Die Vertragsprüfer verwiesen zur Begründung zutreffend auf die zum Bewertungsstichtag bestehenden Konditionen für die kurzfristige Anlage liquider Mittel etwa als Tagesgeld und als niedrigen 3-Monats-Euribor von weniger als 1 %. Im integrierten Planungsmodell der Gesellschaft trat eine Guthabenverzinsung nur im ersten Planjahr auf. In den folgenden Jahren kommt es aufgrund der Saldierung der verzinslichen liquiden Mittel mit den verzinslichen Schulden zu einem Nettoschuldüberhang. Da dieser höher verzinst ist als die liquiden Mittel, wirkt die Saldierung zu Gunsten der Höhe des Unternehmenswertes.
  - (bb) Das Zinsergebnis wurde sachgerecht ermittelt und besteuert. Die Ermittlung erfolgte ausgehend von den verzinslichen Fremdkapitalbeständen unter Berücksichtigung der bestehenden Kreditverträge und Schuldverschreibungen, Anleihen und Pensionsverbindlichkeiten im Rahmen



einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung unter Berücksichtigung der geplanten Thesaurierung bzw. Ausschüttungen. Dabei wurden entsprechend den vertraglichen Vereinbarungen durchschnittliche jährliche Zinssätze zwischen 3 % und 4 % angesetzt.

- (f) Die Unternehmenssteuern wurden sachgerecht dadurch ermittelt, dass das Ergebnis vor Steuern angesichts unterschiedlicher Steuersätze und unter zutreffender Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge in fünf Steuercluster aufgeteilt wurde; diese betreffen den deutschen ertragssteuerlichen Organkreis, Renk, die Euro Leasing, MAN Latin America sowie den Rest der Welt. Für die deutschen Steuercluster wurden sowohl für Gewerbesteuer- als auch für Körperschaftsteuerzwecke die Regelungen zur Mindestbesteuerung in § 8 KStG in Verbindung mit § 10 d EStG und § 10 a GewStG berücksichtigt und verbleibende steuerliche Verlustvorträge in das Folgejahr vorgetragen. Zudem kam es in einzelnen Steuerclustern zu Hinzurechnungen zur steuerlichen Bemessungsgrundlage mit dem Ziel der Korrektur steuerlich nicht abzugsfähiger Aufwendungen. In Deutschland wurde dabei eine gesetzliche Körperschaftsteuerbelastung von 15 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag sowie Gewerbesteuer unter Berücksichtigung des jeweils maßgeblichen Gewerbesteuerhebesatzes angesetzt. Für den Bereich MAN Latin America – also Steuercluster 4 – stellte die Planung ebenso zutreffend wie für die deutschen Steuercluster auf den im jeweiligen Land gültigen Steuersatz ab; in Brasilien beträgt die Unternehmenssteuerbelastung nominal 34 %. Für die übrigen Länder setzte die Gesellschaft die jeweiligen länderspezifischen Steuersätze an, die dann mit einer Abschätzung der in den einzelnen Ländern erzielten Ergebnisanteile gewichtet wurden.



Die zunehmende Steuerquote im Laufe der Detailplanungsphase steht der Plausibilität nicht entgegen, weil der Anstieg angesichts des sukzessiven Verbrauchs vorhandener steuerlicher Verlustvorträge im Verlauf von Phase I als zwingend anzusehen ist.

- (g) Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen vermag auch in Relation zum Umsatzwachstum keinen Änderungsbedarf bei den Planannahmen auszulösen, auch wenn die sich vor allem aus den Kosten aus Forschung & Entwicklung, Wertberichtigungen auf Vorräte und Förderungen, Aufwendungen aus Finanzdienstleistungen, Sondervorgängen, Rechts-, Prüfungs- und Beratungskosten, Aufwendungen aus Finanzinstrumenten und übrigen Aufwendungen zusammensetzenden Positionen absolut von € 877 Mio. im Geschäftsjahr 2012 auf € 1,5 Mrd. in 2017 ansteigen, was in Relation zu den Umsatzerlösen einer von 5,6 % auf 6,8 % steigenden Quote entspricht. Dieser quotale Anstieg beruht vor allem auf dem Ansatz der Kosten für Forschung & Entwicklung mit Schwerpunkten bei MAN Truck & Bus sowie MAN Diesel & Turbo. Aus den gesamten betrieblichen Aufwendungen soll der Anteil für Forschung & Entwicklung von rund 49 % im Geschäftsjahr 2012 auf etwa 57 % im letzten Planjahr ansteigen. Innerhalb des Gesamtkonzerns wird ein Anstieg der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in Relation zu den Umsatzerlösen von ca. 2,7 % in 2012 auf 3,8 % im Planjahr 2017 erstrebt. Zur Begründung dieser Entwicklung verwiesen die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme auf die Notwendigkeit ständiger Produktoptimierungen und Innovationen, die getrieben werden durch den Trend zur Reduktion von Emissionen und der Betriebskosten eines LKW. Dabei hat die Kundentreue nachgelassen; im Fokus für die Kaufentscheidung stehen vor allem die Betriebskosten. Staatli-



che Regulierungen führen zur Notwendigkeit der Reduzierung von Emissionswerten, was nur über innovative Produkte erreicht werden kann; dies wiederum zieht erhebliche Kosten für Forschung & Entwicklung nach sich. Die Analyse der Vergangenheit, aber auch von Wettbewerbern wie Scania AB zeigt, dass die Kosten für Forschung & Entwicklung sukzessive gesteigert wurden, ohne dass sich dies in einem gleichlaufenden Anstieg der Umsatzerlöse niedergeschlagen hätte. Bereits dies zeigt, dass die Planannahmen nicht korrigiert werden müssen. Im Schwerpunktbereich bei MAN Truck & Bus ist daneben insbesondere noch zu sehen, dass diese einhergehen mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von etwa 5,2 %, was angesichts der Märkte in denen MAN Truck & Bus seine Schwerpunkte hat, nicht zwingend als „marginal“ eingestuft werden kann.

Bei MAN Diesel & Turbo erwartet die Gesellschaft, dass es bereits durch einen leichten Anstieg der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung gelingen wird, die führende Stellung in der Entwicklung effizienter Motoren sowie die Turbomaschinen zu halten, wobei die Rahmenbedingungen hinsichtlich Emissionen, Effizienz und Betriebskosten hier genauso Gültigkeit beanspruchen wie bei MAN Truck & Bus.

- (h) Die Ansätze der sonstigen betrieblichen Erträge müssen ungeachtet ihrer rückläufigen Entwicklung in Relation zum Anteil an den Umsatzerlösen als plausibel angesehen werden. Die mangelnde Plausibilität lässt sich dabei namentlich nicht mit dem Vergleich zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegenläufigen Entwicklungen begründen. Ein korrespondierender Zusammenhang zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen besteht lediglich bei den Erträgen aus den Finanzdienstleistungen, bei denen ein Wachstum von durchschnittlich 4,3 % p.a.





angenommen wird. Dieser Teilbereich enthält vor allem die Erträge aus den Geschäften der MAN Finance, die der Vertriebsunterstützung von MAN Truck & Bus dient, aber auf deutlich weniger regionalen Märkten aktiv ist als MAN Truck & Bus. Die von MAN Finance angebotene Form der Finanzierung findet nämlich vor allem auf mit Deutschland vergleichbaren Märkten statt. Angesichts der Unterschiedlichkeit der Regionen, in denen MAN Finance und MAN Truck & Bus tätig sind, kann aus dem niedrigen Wachstum nicht auf die Fehlerhaftigkeit der Planung geschlossen werden. Es muss dabei zudem beachtet werden, dass gerade die Märkte Westeuropas relativ gesättigt sind. So geht beispielsweise das Bewertungsgutachten von von einem durchschnittlichen Wachstum des LKW-Marktes von 3,3 % p.a. von 2012 bis 2017 aus, während in den Schwellenländern insgesamt höhere Zuwachsraten prognostiziert werden, wo MAN Finance indes nicht vertreten ist.

- (i) Der Rückgang der EBIT-Marge im Jahr 2013 auf 3,5 % trotz eines Anstiegs der Bruttoergebnismarge von 20,8 % auf 21,1 % bei unveränderten Vertriebs- und Verwaltungskosten ist nicht geeignet, die Plausibilität der Planannahmen infrage zu stellen. Die EBIT-Marge ergibt sich letztlich aus der rechnerischen Ableitung der dabei zu berücksichtigenden Positionen aus der Ertrags- wie der Aufwandsrechnung. Die Verschlechterung beruht vor allem auf der Veränderung der betrieblichen Erträge und Aufwendungen. Da deren Ansätze plausibel sind, kann für die Marge nichts anderes gelten.
- (8) Mögliche Synergieeffekte wurden im Rahmen der Planung und der Bewertung angemessen berücksichtigt.



Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47).

- (a) Die berücksichtigungsfähigen unechten Synergien wurden in den Planjahren ansteigend bis hin zu einem Wert von € 125 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase angesetzt. Finanzierungsvorteile aus dem Verbund mit der Volkswagen AG ergeben sich bereits aus der Vergangenheit, wobei dabei auf den jeweiligen bestehenden Finanzierungsmitteln aufgesetzt wurde unter Fortentwicklung mit den jeweiligen Zinssätzen. Die Refinanzierung im Terminal Value setzt auf diesem Zinssatz und einem entsprechenden Spread auf, der aus einem Vergleich mit einer Anleihe von abgeleitet wurde, wobei die Abweichungen zur minimal nach oben oder unten waren. Eine weitere Berücksichtigung musste deshalb nicht erfolgen.
- (b) Demgegenüber waren Synergien mit Scania angesichts des Innovationsvorsprungs dieses Herstellers nicht zu berücksichtigen mit der Folge, dass die Kosten für Forschung & Entwicklung auch nicht herabgesetzt werden müssen. Bei der Zusammenarbeit zwischen Unternehmen im Bereich „Forschung & Entwicklung“ handelt es sich regelmäßig um solche Synergien, die nicht zu berücksichtigen sind. Zudem wiesen die Verantwortlichen des Geschäftsbereichs MAN Truck & Bus die Vertragsprüfer darauf hin, dass diesbezüglich Ideen mit Informati-



onszuarbeiten an Scania scheitern würden. Daher musste die Planung keine Synergien aus Forschung & Entwicklung ableiten. Diesen Ansatz erachtet die Kammer für nachvollziehbar und plausibel, weil Synergien aus dem Bereich „Forschung & Entwicklung“ das technische Kernkonzept eines Unternehmens berühren, die ohne vertragliche Vereinbarung regelmäßig nicht erfolgen werden. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass der avisierte Vertrag im Einzelfall auch scheitern kann; hat – worauf \_\_\_\_\_ zutreffend hinwies – ein Vorstand derartiges Know how ohne vertragliche Grundlage herausgegeben, besteht ein hoher Rechtfertigungsgrund gegenüber den eigenen Aktionären. Zudem kann er sich Schadensersatzansprüchen ausgesetzt sehen. Daher bestehen gegen die Einordnung der Synergien aus Forschung & Entwicklung als echte Synergien keine Bedenken.

Diesem Ansatz kann namentlich nicht entgegen gehalten werden, bei anderen Herstellern wie beispielsweise zwischen \_\_\_\_\_ und \_\_\_\_\_ und Mercedes-Benz erfolge eine Kooperation auch außerhalb eines Vertragskonzerns. Das Unternehmenskonzept der MAN SE sah nämlich nicht vor, über vertragliche Vereinbarungen mit Scania könnten unechte Synergien gehoben werden. Eine hinreichende Konkretisierung der Wurzeltheorie lässt sich nicht bejahen. Danach sind nämlich bei der Ermittlung des Unternehmenswertes entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12, S. 74; Beschluss vom



6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasermann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Eine derartige Konkretisierung, die vor allem auch über bloße Ideen hinausging und bereits in konkrete Verhandlungen gemündet wäre, konnte nicht bestätigen. Es gab danach keine Verträge mit Scania; aber auch in den von ihm ausgewerteten Sitzungsprotokollen der Organe fanden sich keinerlei Hinweise auf Verhandlungen über solche Möglichkeiten der Zusammenarbeit mit dem LKW-Hersteller Scania. Auch die Frage nach Verhandlungen stellten die Vertragsprüfer bereits zu Beginn ihrer Prüfungen, erhielten aber eine verneinende Antwort.

Soweit es um Beträge ging, die in Zusammenhang mit echten Synergien geplant waren, kommt eine Berücksichtigung bei der Planung bereits aus der Grundüberlegung heraus nicht in Betracht, nach der echte Synergien bei der Unternehmenswertermittlung nicht einbezogen werden können. Abgesehen davon fehlte es auch hier an einer Konkretisierung dergestalt, dass Buchungen ihrer Auswirkungen möglich gewesen wären.

wies in diesem Zusammenhang im Termin vom 1.10.2014 darauf hin, es habe keine Informationen seitens Scania AB für diese echten Synergien gegeben.

Soweit in dem von der Antragstellerin zu 142) vorgelegten Privatgutachten von vom 25.4.2014 (Anlage BR-12) darauf verwiesen wird, bei der Höhe der Synergien blieben die sich aus gesteigerter Verhandlungsmacht für künftige Verträge ergebenden Einkaufssynergien zu Unrecht außer Betracht, muss dem entgegen gehalten werden, dass gesteigerte Verhandlungsmacht den Abschluss eines Beherrschungs- und



Gewinnabführungsvertrages voraussetzt und es sich folglich um unechte Synergien handeln muss. Die Höhe der Einkaufssynergien wurde daher zutreffend auf der Grundlage bestehender Verträge ermittelt. Aus dem Übernahmeangebot für Aktien der Scania AG seitens der [redacted] können angesichts des Zeitpunktes vom 14.3.2014 – etwas mehr als neun Monaten nach der Hauptversammlung der MAN SE vom 6.6.2013 – keine Rückschlüsse dergestalt gezogen werden, es seien Synergien zu niedrig angesetzt werden.

Der allgemeine Hinweis auf die Nutzung von Synergien mit dem [redacted] im Geschäftsbericht 2012 kann die obigen Überlegungen nicht infrage stellen. Zum einen verwiesen die Vertragsprüfer bei ihrer Anhörung darauf, dass ihre Überlegungen zur Existenz von Synergien und zur Abgrenzung in echte und unechte Synergien in gleicher Weise für die [redacted] gelten. Vor allem aber kann aus diesem Hinweis im Geschäftsbericht der MAN SE für das Jahr 2012 eine Differenzierung des Umfangs von echten und unechten Synergien nicht abgeleitet werden, wie dies für eine Ertragswertermittlung indes von zentraler Bedeutung ist. Die Hinweise zu Synergien im Geschäftsbericht für das Jahr 2012 nehmen gerade keine Differenzierung zwischen echten und unechten Synergien vor, weshalb daraus kein Rückschluss auf unplausible Planansätze gezogen werden können.

- (9) Die Planansätze für die Ewige Rente ab 2018 ff. müssen nicht verändert werden.
  - (a) Das Ende der Detailplanungsphase nach fünf Jahren im Jahr 2017 bedarf keiner Korrektur. Weder ist die angesetzte Detailplanungsphase zu kurz noch muss eine Grobplanungsphase



zwischen dem Ende der Phase I und dem Beginn des Terminal Value eingeschoben werden.

(aa) Die Zeitspanne von fünf Jahren entspricht einer üblichen Dauer und ist dabei – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – am oberen Rand des üblichen Zeitrahmens von drei bis fünf Jahren angesiedelt. Die Frage, für welchen Zeitraum eine Unternehmensplanung erstellt wird, stellt sich als eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes dar, die insbesondere auch nicht dem Einfluss des Vertragsprüfers unterliegt und auch vom Gericht nur eingeschränkt überprüft werden kann. Bei der Länge der Detailplanungsphase, die der Vorstand festlegt, ist zu berücksichtigen, dass die Prognosegenauigkeit im Zeitablauf naturgemäß immer weiter abnimmt und folglich mit einer längeren Detailplanungsphase kein Erkenntnisgewinn erwartet werden könnte.

(bb) Entgegen der Auffassung einer Reihe von Antragstellern musste keine Grobplanungsphase vor der Ableitung der Ewigen Rente eingeschoben werden; vielmehr kann am Ende der Detailplanungsphase von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Dies ist dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmemaß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der



Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 97).

Das Erfordernis der Einschaltung einer Grobplanungsphase wird regelmäßig bei Unternehmen angenommen, die in innovationsgetriebenen Wachstumsmärkten tätig sind. Dies kann bei der MAN SE nicht angenommen werden, weil sie in ihren Geschäftsfeldern seit langem etabliert ist und sie ausgereifte Produkte anbietet, die preis- und kostensensitiv reagieren und bei denen eine Abhängigkeit von Konjunkturzyklen besteht. Dem lässt sich nicht der Ansatz von über dem Abschreibungsniveau liegenden Investitionen und die laufend steigenden Aufwendungen für Forschung & Entwicklung entgegenhalten, weil diese im Zusammenhang mit den Ergebnisverbesserungen gesehen werden müssen, wie sie in Phase I geplant waren. Der Umstand, dass die Investitionen über den Abschreibungen liegen, beruht darauf, dass es sich nicht um Erweiterungsinvestitionen, sondern um den Ersatz vorhandener Produkte handelt. Dabei wiesen die Vertragsprüfer darauf hin, dass der Wert von 5 % für Forschung & Entwicklung bei MAN Truck & Bus als Zielquote angesehen wird, um sich auf den Märkten behaupten zu können. Auch bei der Beurteilung des Gleichgewichtszustandes und dem Umfang für Kosten bei Forschung & Entwicklung müssen die zunehmenden Anforderungen bezüglich der Betriebskosten und der Emissionswerte beachtet werden, die aber nicht die Annahme entkräften können, es liege ein eingeschwungener Zustand vor.



Auch die Zahlen zur Kapazitätsauslastung bei MAN Truck & Bus rechtfertigen nicht den Rückschluss auf das Erfordernis einer Grobplanungsphase. Am Ende von Phase I ist dabei von einer bei 70,8 % liegenden Auslastung entsprechend der Erkenntnisse aus der dritten ergänzenden Stellungnahme auszugehen. Im Jahr 2017 war ein Absatz von 92.737 LKW-Einheiten geplant, während die technische Kapazität bei rund 131.000 LKW liegt. Dabei kann nicht von der Normkapazität der Standorte München, Salzgitter, Steyr und Krakau mit rund 154.000 LKW ausgegangen werden, weil an den hierfür vorgesehenen Standorten und München nur 131.000 Fahrerhäuser hergestellt werden können. Es ist jedenfalls für die Kammer unmittelbar einleuchtend, dass ein LKW ohne Fahrerkabine nicht im Straßenverkehr eingesetzt werden kann. Das Vorhandensein von rechnerischen Überkapazitäten schließt die Annahme eines eingeschwungenen Zustandes indes nicht aus, weil dieser eine Vollausslastung nicht zwingend voraussetzt. Wesentlich ist vielmehr die Nachfrage nach den Fahrzeugen am Markt. Auch kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Kapazitätsauslastung bei MAN Truck & Bus mit einem Zwei-Schicht-Betrieb bei fünf Arbeitstagen pro Woche erreicht wird, weshalb eine erhöhte Nachfrage sehr wohl auch über die „Personalschiene“ abgefangen werden kann und gerade keine zusätzlichen Investitionen für die Fertigung neuer Produktionsstraßen getätigt werden müssen.

Gegen die Notwendigkeit, eine Grobplanungsphase zu modellieren, spricht auch die weitere Erwägung, dass im gesamten Bereich „Commercial Vehicles“ – mithin bei MAN Truck & Bus sowie MAN Latin America – keine Erweiterungsinvestitionen geplant waren, wie die Vertrags-





prüfer erläutert haben. Wenn im Bereich MAN Latin America am Rande der Kapazitätsgrenze gearbeitet wird, während diese bei MAN Truck & Bus nicht erreicht sein sollte, so besteht gegebenenfalls auch die Möglichkeit des Einsatzes von Kapazitäten bei MAN Truck & Bus für den lateinamerikanischen Markt, nachdem die in Europa eingesetzte Baureihe schwerer LKW TGX ausweislich des Geschäftsberichts 2012 in diesem Jahr in Brasilien eingeführt und lediglich speziell für die Bedürfnisse des dortigen Marktes angepasst wurde.

Die Situation der Gesellschaft in Indien rechtfertigt ebenfalls nicht das Erfordernis der Modellierung einer Grobplanungsphase. Zum einen weist MAN dort einen Fahrzeug- und Umsatzanteil von weniger als 1 % aus. Zum anderen werden angesichts der geänderten Modellpalette in Phase I dort auch keine Überschüsse erwirtschaftet.

Die von den Vertragsprüfern vorgenommenen Prüfungshandlungen zur Analyse der Möglichkeit des unmittelbaren Übergangs in die Ewige Rente ab 2018 ff. müssen als ausreichend angesehen werden. Sie analysierten die Entwicklung von Umsatz, EBIT und EBIT-Marge und nahmen auch einen Vergleich mit Peer Group-Unternehmen vor. Ebenso lag den Vertragsprüfern eine längerfristige Datenvorhersage der Business Intelligence Unit vor, die für Deutschland negative Trends aufwies. Auch die Entwicklung in Frankreich ist als tendenziell rückläufig zu bezeichnen, während im Vereinigten Königreich allenfalls ein leichter Aufwärtstrend zu verzeichnen ist, was auch für die Russische Föderation und die Türkei gilt. Diese Markteinschätzung steht der Annahme eines Gleichgewichtszustandes nicht entgegen, weil kein über-



proportionales Wachstum der Gesamtabsatzzahlen in diesen Märkten zu erkennen ist. Im Jahr 2017 sollen danach am gesamten Markt in diesen fünf Ländern 381.200 LKW abgesetzt werden, während dies im Jahr 2022 387.200 sein sollen. Die Entwicklung auf diesen Märkten, die etwa 70 % des Absatzvolumens in Europa ausmachen, weist eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 0,3 % aus, wobei ein Höhepunkt im Jahr 2019 liegen soll. Dies zeigt indes, dass die Annahme eines Gleichgewichtszustandes nach dem Ende der Detailplanungsphase als angemessen und plausibel bezeichnet werden muss.

Die Prognosen externer Studien vor allem von IHS für die Jahre 2018 bis 2025 oder von LMC mit langfristigen Prognosen bis in das Jahr 2028 sind nicht geeignet, diese Überzeugung der Kammer infrage zu stellen. MAN Truck & Bus ist in der Investitionsgüterindustrie tätig, die – wie bereits erwähnt – stark abhängig ist von der Entwicklung der Gesamtkonjunktur. In dieser Situation ist eine einzig zutreffend Prognose, die dann zwingend einer Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden könnte, ausgeschlossen. Dabei fällt insbesondere auch ins Gewicht, dass die Vorhersagegenauigkeit mit zunehmenden Zeitverlauf zwangsläufig deutlich abnehmen muss, weil der Konjunkturverlauf über längere Zeiträume angesichts der vielfältigen, auch geopolitischen Entwicklungen, von denen er abhängt, nicht präzise vorhergesagt werden kann. Demgemäß weisen nur wenige Monate später aufgestellte Aktualisierungen derartiger Prognosen bereits deutliche Veränderungen auf. Verlässliche Vorhersagen über einen Zeitraum von 10 bis hin zu 15 Jahren sind daher kaum möglich. Wenn diese externen Prognosen dann nach Abgleichung und Vergleich mit den unternehmenseigenen



Einschätzungen der Business Intelligence Unit nicht zur Grundlage einer Ableitung der in der Ewigen Rente maßgeblichen Zahlen herangezogen werden, steht dies der Plausibilität der geplanten Annahmen nicht von vornherein entgegen. Die Unmöglichkeit sicherer Vorhersagen zeigen auch die Geschäftsberichte der wesentlichen Wettbewerber, die auch in die Peer Group der Vertragsprüfer aufgenommen wurde. In den jeweiligen Lageberichten der Geschäftsberichte für das Jahr 2012 finden sich Einschätzungen über den Gesamtabsatzmarkt der Marktvolumina über das Jahr 2017 hinaus nur in zwei Einzelfällen der Daimler AG und von Scania AB. Der Lagebericht der Daimler AG verwies auf die Expansion auf ein Absatzvolumen von mehr als 700.000 Einheiten bis zum Ende des Jahrzehnts, ohne dass daraus unmittelbar Schlussfolgerungen zur Marktentwicklung gezogen werden könnten. Aus der Aussage im Lagebericht der Scania AB zu wirtschaftlichen Vorhersagen über das Wachstum der Transportkapazitäten bis 2030 um 60 % können keine Folgerungen zur Angemessenheit oder Unangemessenheit der Ewigen Rente für die MAN SE abgeleitet werden, nachdem diese Aussage sehr pauschal gehalten ist. Die große Mehrzahl der Wettbewerber gab indes in ihren Lageberichten Prognosen der Markteinschätzungen üblicherweise nur bis zu zwei Jahren im Voraus ab. Auch dies bestätigt, dass Vorhersagen über zehn oder noch mehr Jahre verlässlich nicht möglich sind.

Eine Grobplanungsphase musste ebenfalls nicht bei MAN Diesel & Turbo modelliert werden. MAN Diesel & Turbo ist seit Jahren am Markt etabliert, wobei die relevanten Märkte konjunkturellen Zyklen unterliegen wie sich allerdings aufgrund der Zusammenfassung der drei strategischen



Geschäftsbereiche Engines & Marine Systems, Powerplants und Turbomaschinen sich gegenseitig überlagernde Effekte ergeben. Gerade wegen dieser Effekte bei dem differenzierten Produktportfolio kann nicht von langfristigen Investitions- oder Produktlebenszyklen sowie mittel- bis langfristigen überdurchschnittlichen Wachstums- oder Renditeaussichten gesprochen werden, die üblicherweise die Notwendigkeit einer Grobplanungsphase nach sich ziehen. Verbleibende steuerliche Verlustvorträge wurden annuisiert und in der Ewigen Rente steuermindernd berücksichtigt. Angesichts dieser Vorgehensweise erfordert auch das Bestehen dieser Verlustvorträge keine Einschaltung einer Grobplanungsphase, was zudem für den gesamten Geschäftsbereich der MAN SE und nicht nur, aber auch für MAN Diesel & Turbo gilt.

Der Ansatz einer Detailplanungsphase von fünf Jahren muss auch bei MAN Diesel & Turbo als ausreichend angesehen werden. Nachdem es dort drei Bereiche mit sehr unterschiedlichen Wachstumsraten und gegenläufigen Effekten gibt, musste keine Grobplanungsphase modelliert werden. Gerade bei MAN Diesel & Turbo mit seinen drei unterschiedlichen Geschäftsbereichen kommen unterschiedliche Auslastungsgrade der einzelnen Produktionsfaktoren zum Tragen. Bei den in Lizenz verkauften Zweitaktmotoren, die Lizenzerlöse erzielen, spielt eine technische oder personelle Kapazitätsauslastung keine Rolle, während die Viertaktmotoren zum Teil in Lizenz verkauft, aber auch selbst hergestellt werden; im Jahr 2013 wird eine Kapazitätsauslastung von 80 bis 85 % erwartet. Wenn es zu Engpässen kommt, kann die Kapazität mittels Investitionen auch erweitert werden. Bei dem Geschäftsbereich "Power Plants" ist bis 2014 die wesentliche personelle



Kapazität durch einen Großauftrag bis Ende 2014 voll ausgelastet. Im Bereich "Turbomachinery" operiert die Gesellschaft bereits in 2013 an bzw. über der technischen Kapazitätsgrenze, was indes im Detailplanungszeitraum durch das Hochfahren eines Werks in China kompensiert werden kann. Folglich muss davon ausgegangen werden, dass zwar in allen drei strategischen Bereichen unterschiedlich mögliche Engpässe auftreten können, die aber neben dem Hochfahren des Werks in China durch die Verlagerung von Wertschöpfung auf Zulieferer oder durch den vermehrten Einsatz von Leiharbeitern ausgeglichen werden können. Dabei spielt gerade im Kraftwerksbau das Personal eine erhebliche Rolle, wo an Leiharbeiter gedacht wird, wenn deren Einstellung erforderlich werden sollte.

Die vom Antragsteller zu 49) zitierten Äußerungen des Vorstandsvorsitzenden der MAN SE,

rechtfertigen gleichfalls keine andere Beurteilung, wobei dies namentlich für die Ansätze im Terminal Value gilt. Zum einen erfolgten die Annahmen zur Ewigen Rente seitens der Bewertungsgutachten durchaus im Zusammenwirken mit den Einschätzungen des Vorstandes über die künftige Geschäftsentwicklung. Zum anderen vermag die Kammer hierin auch keinen grundlegenden Widerspruch zu erkennen, wenn

auf der Hauptversammlung auf mittelfristig und langfristig bestehende Chancen für ein profitables, internationales Wachstum hinwies. Dies steht namentlich nicht der Annahme eines eingeschwungenen Zustandes entgegen. Das Wachstum ist gerade nicht nur mengen- und strukturbedingt getrieben, sondern es muss vor allem auch – entsprechend den Ausführungen zum Wachs-



tumsabschlag – auch das thesaurierungsbedingte Wachstum gesehen werden. Das Bevölkerungswachstum wird sich bis zum Jahr 2050 nach der Aussage des Vorstandsvorsitzenden von 7 Mrd. Menschen im Jahr 2013 auf etwa 9 Mrd. Menschen erhöhen, wobei aber ein erheblicher Teil auf die Länder der sogenannten dritten oder gar vierten Welt entfällt, in denen MAN SE nicht stark auf den Märkten vertreten ist. In den Schwellenländern Südamerikas ging die Planung von einem deutlichen Wachstum aus, weshalb auch die dortige Bevölkerungsentwicklung sich durchaus in den Planansätzen widerspiegelt. Abgesehen davon müssen gerade in diesen Ländern die Infrastrukturbedingungen gesehen werden, die auch für den Schwerlastverkehr stets mit dem Bevölkerungswachstum Schritt halten.

- (b) Bei der Ableitung der Werte für den Terminal Value müssen keine Veränderungen vorgenommen werden, auch wenn diese nicht auf der Grundlage der Werte des letzten Jahres der Detailplanungsphase vorgenommen wurden.
  - (aa) Dabei kann es keinen Fehler bedeuten, wenn hier nicht von einer konkreten Planung des Vorstandes für die Ewige Rente ausgegangen wurde. Für die Jahre ab 2018 ff. gab es angesichts des Endes der Detailplanungsphase gerade keine Planzahlen mehr, weshalb die Plausibilität auf der Grundlage der aus der Detailplanungsphase gewonnenen Zahlen zu überprüfen und zu bejahen ist. Die angesetzten Werte wurden allerdings mit dem Vorstand der Gesellschaft besprochen, wobei insbesondere auch nach dessen Einschätzung gefragt wurde.



(bb) Das Jahr 2017 bildete keine geeignete Grundlage für die Ansätze zur Ermittlung des Terminal Value, weil dieses nicht hinreichend den zyklischen Charakter des LKW-Geschäfts insbesondere von MAN Truck & Bus widerspiegelt. In einer zyklischen Branche kann nicht von einer fortlaufend positiven Entwicklung ab dem Höchstniveau ausgegangen werden, sondern es ist eine die Zyklizität der Ergebnisse beachtende Durchschnittsbetrachtung für das zu bewertende Unternehmen anzustellen (so ausdrücklich OLG München, Beschluss vom 9.6.2015, Az. 31 Wx 246/14). Die Auswertung der Ergebnisse der Vergangenheit durch die Vertragsprüfer reicht bis zurück in das Jahr 2001; bei den Konjunkturzyklen erfolgte eine Auswertung der entsprechenden Zahlen für eine Reihe von Ländern, wenn auch nicht für alle, zurück bis in das Jahr 1996. Gerade die Auswertung dieser Zahlenreihen macht indes deutlich, dass die Märkte, auf denen vor allem auch MAN Truck & Bus seine Produkte absetzt, schwanken und zusammenhängende Aufschwungphasen mit steigenden Marktvolumina in Folge nicht länger als sechs Jahre andauerten.

Weiterhin führten die Vertragsprüfer zur Plausibilisierung der Annahmen für den Terminal Value auch einen Vergleich zwischen den EBIT und den EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen durch, wobei sie neben der MAN SE auch MAN Truck & Bus sowie MAN Diesel & Turbo einbezogen haben. In den Jahren von 2001 bis 2012 waren mit Ausnahme von maximal drei Jahren die EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen oberhalb der für die MAN SE erwirtschafteten Werte, wobei auch dies namentlich sowohl für die Konzernobergesellschaft als auch für MAN Truck & Bus und damit für den umsatzstärksten Teilkon-



zern innerhalb der MAN-Gruppe galt. In den Jahren der Detailplanungsphase bleibt es für 2013 bis 2015 bei einem Margenabstand von etwa 2,4, 2,6 und 2,4 Prozentpunkten. Dann aber ist angesichts der Konstanz dieses Abstandes zum Nachteil von MAN im Terminal Value nicht zu erwarten, dass dieser Abstand dauerhaft verringert oder gar gedreht werden könnte, wenn in 15 Jahren die Gesellschaft nahezu durchweg schlechtere Zahlen aufwies als die Peer Group-Unternehmen.

Auf Konzernebene legte die Berechnung für die Ewige Rente einen Umsatz von € 20,6 Mrd. zugrunde – mithin einen Wert, der um rund 25 % über den Umsatzzahlen des Jahres 2011 liegt, wobei sich dieses Jahr als sehr gutes Jahr darstellte. Der Umsatz in der Ewigen Rente liegt auch um 7 % über dem Durchschnitt des Umsatzes aus der Detailplanungsphase der Jahre 2013 bis 2017. Dies zeigt sich auch aufgrund einer Analyse der erwarteten E-BIT-Marge auf Konzernebene. Diese liegt unter Berücksichtigung der Aktualisierungen im Jahr 2017 bei 9,1 %. Die Return on Sales-Marge im Sinne des Verhältnisses von Gewinn zu Umsatz lag mit über 10 % oberhalb des langfristig erstrebten Ziel des Vorstandes.

Die in den von mehreren Antragstellern vorgelegten Privatgutachten insbesondere von prognostizierten Entwicklungen vermögen die Ansätze für die Ewige Rente zur Überzeugung der Kammer nicht zu erschüttern; die Annahmen aus dem Bewertungsgutachten und insbesondere auch dem Prüfungsbericht werden dadurch nicht in Frage gestellt. Gerade das Gutachten von IVC stützt sich in erster Linie auf die Prognosen der externen Studien insbesondere von LMC. Diese gehen im We-





sentlichen von einem stetigen Wachstum der Absatz- und Umsatzzahlen aus; lediglich der prozentuale Anstieg im Vergleich zum Vorjahr ist bei dieser Studie zum Teil rückläufig. Diesen Ansatz erachtet die Kammer jedenfalls nicht als eindeutig überlegen, weil er konjunkturelle Wellenbewegungen nicht im gebotenen Umfang einfließen lässt. Gerade der zentrale Bereich von „Commercial Vehicles“, auf den sich die LMC-Studie, aber auch die IHS-Studie stützt, ist in erheblichem Ausmaß von konjunkturellen Wellenbewegungen abhängig. Der Bereich der Investitionsgüterindustrie und damit auch von Nutzfahrzeugen durchläuft immer wieder Wellentäler, wie vor allem auch die Entwicklung von MAN Truck & Bus deutlich macht. In der Vergangenheit kam es eben nicht nur während der Finanzmarktkrise zu rückläufigen Entwicklungen, auch wenn diese nie so stark ausgeprägt waren wie nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. im Jahr 2008. Die Gesamtzahl der Neuzulassungen von LKW mit einem zulässigen Gesamtgewicht von über 6 t ging beispielsweise in Deutschland im Zeitraum von 1998 bis 2000 ebenfalls in einem erheblichen Umfang zurück. Aber auch in anderen Märkten, in denen MAN Truck & Bus tätig ist, kann nicht von einem nahezu ungebrochenen Anstieg ausgegangen werden, wie auch die zur Plausibilisierung von Planannahmen zulässigerweise heranzuziehende weitere Entwicklung nach dem Stichtag der Hauptversammlung zeigt. So kam es 2014 zu einem deutlichen Einbruch der Ergebnisse, der in Widerspruch zu den Planannahmen steht. Die Planansätze für 2014 wurden in allen vier operativen Bereichen von MAN SE deutlich verfehlt, nachdem bereits das erste Jahr der Detailplanungsphase bei MAN Truck & Bus und MAN Tur-



bo & Diesel schlechtere Ist-Ergebnisse im Vergleich zur Planung erbrachte. Diese Entwicklung erhellt den zyklischen Verlauf der Geschäftsbereiche der MAN SE vor allem bei den Nutzfahrzeugen in allen Ländern.

Auch kann bei der Würdigung der Zahlen von LMC wie auch von IHS nicht verkannt werden, dass die Zahlen der Business Intelligence Unit von MAN in der Vergangenheit keinesfalls schlechtere Ergebnisse lieferte als die Zahlen aus den externen Studien dieser beiden Marktforschungsinstitute. Dies ist für die Kammer auch nachvollziehbar, weil die aus der Gesellschaft unmittelbar kommenden Erfahrungswerte in die MAN-Prognose eingeflossen sind. Die Verfasser externer Studien haben einen derartigen Informationsvorsprung nicht, weshalb es durchaus nachvollziehbar ist, wenn sie weniger zielgenaue Erkenntnisse liefern.

- (cc) Diese Erwägungen können auch für MAN LM mit seinem Schwerpunkt in Brasilien Gültigkeit beanspruchen. Dort wurden sogar Erwartungen zugrunde gelegt, die oberhalb der Marktprognose der externen Studienlagen und die ihre Grundlage in den Erkenntnissen der gesellschaftsinternen Analysen hatten. Allerdings traten auch in Brasilien in der Vergangenheit längerfristige Aufschwungphasen über einen Zeitraum von mehr als sechs Jahren nicht auf. Dann aber muss es auch in diesem Geschäftssegment als plausibel bezeichnet werden, wenn in der ewigen Rente, die gerade langfristige Trends mit konjunkturellen Auf- und Abschwungphasen widerspiegeln soll, nicht von den Umsatzzahlen ausgegangen wird, die gegen oder am Ende eines Wachstumszyklus auftreten sollen. Die tatsächliche Entwicklung namentlich des Jahres 2014 belegt, dass in



diesem Jahr ein deutlicher Rückgang des EBIT von € 219,5 Mio. auf € 65 Mio. zu verzeichnen war. In Lateinamerika wurde das Buswachstum nicht zu Unrecht außer Betracht gelassen. Die Vertragsprüfer wiesen darauf hin, die Ewige Rente müsse einheitlich mit einem einheitlichen Wachstum zu betrachten sein. Um preisbedingtes Wachstum zu erzielen, muss eine hohe Überwälzbarkeit der Kosten angesetzt werden. Dabei mussten über 90 % der Kostensteigerung weitergegeben werden. Dies war indes nach der Analyse der Vertragsprüfer weder in Lateinamerika noch in Europa vollumfänglich möglich. Aus den Aufsichtsratsprotokollen konnten sie vielmehr ableiten, dass es in Lateinamerika einen massiven Preisdruck und -wettbewerb gab, der vor allem durch die Wettbewerber Daimler und Volvo ausgelöst wurde. Demgemäß gab es Klagen der Händler in Lateinamerika über die im Vergleich zur Konkurrenz höheren Preise der Fahrzeuge von MAN.

Der Rückgang bei den "Commercial Vehicles" mag seine Ursache auch in den Folgen der Annexion der Krim durch Russland und die im Anschluss ebenso wie wegen der Situation in der Ost-Ukraine erfolgenden Sanktionen gegen Russland haben. Angesichts des Stichtagsprinzips konnten und wurden diese Entwicklungen in der Planung jedoch nicht berücksichtigt. Allerdings zeigen diese Zahlen deutlich, wie sehr sich Veränderungen auch des politischen und geostrategischen Umfelds auf konjunktursensible Branchen auswirken. Selbst wenn sie nicht vorhergesehen werden können, belegt die historische Erfahrung ihr Auftreten, weshalb bei der Ermittlung des Terminal Value nicht auf das Jahr 2017 aufgesetzt werden konnte.



Letztlich kann auch beim Ansatz in der Ewigen Rente der Prüfungsmaßstab von Prognoseentscheidungen nicht außer Betracht bleiben. Selbst wenn den Zahlen externer Studien nicht von vornherein jede Plausibilität abzuspochen sein sollte, kann es nicht Aufgabe des Spruchverfahrens sein, getroffene plausible Annahmen durch andere, gegebenenfalls ebenfalls plausible Annahmen zu ersetzen.

- (dd) Ebenso muss der Ansatz eines eingeschwungenen Zustands bei Renk bejaht werden.

wies bei der Anhörung darauf hin, dass auch in diesem Geschäftsbereich – ebenso wie bei MAN Diesel & Turbo – Auftragseingänge nicht sofort und unmittelbar zu Umsätzen führen. Daher kann nicht davon ausgegangen werden, im Folgejahr müsse es automatisch zu gleich hohen Auftragseingängen kommen. Ein einfacher mathematischer Zusammenhang zwischen Auftragseingang und Umsatzrealisierung lässt sich angesichts der Besonderheiten der Sparten, in denen Renk tätig ist, nicht herstellen. Diese Unsicherheiten in der Entwicklung lassen sich auch nicht über eine Grobplanungsphase auffangen.

Die Annahme eines im Terminal Value erzielbaren Umsatzes von € 550 Mio., der sich eindeutig aus dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht ergibt und der gerade nicht nur € 500 Mio. betragen soll, muss nicht infrage gestellt werden.

wies darauf hin, dass bei Renk Umsatzkapazitäten für € 600 Mio. vorhanden seien. Die im Prüfungsbericht beschriebenen aktuellen Probleme für Offshore-Windparks angesichts der allgemeinen Rahmenbedingungen recht-



fertigen auch hier einen Abschlag im Vergleich zum letzten Planjahr, nachdem auch in den Märkten, in denen Renk engagiert ist, von einer Konjunkturabhängigkeit auszugehen ist und daher nicht auf den Wert des Jahres 2017 aufgesetzt werden kann, in dem die Kapazitäten weitgehend ausgelastet sein werden.

(c) Diese Erwägungen gelten auch für die angesetzten EBIT-Margen für die wesentlichen Bereiche der Gesellschaft.

(aa) Bei MAN Truck & Bus muss die EBIT-Marge für die Ewige Rente nicht korrigiert werden. Der Vergleich mit den Zahlen der Vergangenheit sowie der Detailplanungsphase macht deutlich, dass dieser Ansatz zulässig ist. Die Marge von 6 % liegt oberhalb der in der Vergangenheit von MAN Truck & Bus erzielten EBIT-Marge bzw. jedenfalls leicht oberhalb der für die Phase I erwarteten EBIT-Marge. Dabei wurden auch die erwarteten unechten Synergiepotenziale aus der Einbindung in den Konzern der

berücksichtigt. Die EBIT-Marge von 6 % lässt nämlich in angemessenem Umfang die Auswirkungen von Synergien einfließen. Im Termin vom 16.10.2015 erläuterten die Prüfer, diese Marge sei nur unter Einbeziehung der Synergien erreichbar. Ohne Berücksichtigung der Synergien hätte die EBIT-Marge in den Jahren 2013 bis 2017 im Durchschnitt bei 4,6 % statt bei 5,6 % gelegen. Wenn dann im Terminal Value von einem Wert von 6 % ausgegangen wird, muss daraus die Schlussfolgerung der Berücksichtigung der Synergien auch bei der Ableitung des Terminal Value gezogen werden.



(bb) Die Zahlen der Ewigen Rente einschließlich der EBIT-Marge für den Bereich MAN Diesel & Turbo können der Ermittlung des Ertragswerts ebenfalls unverändert zugrunde gelegt werden. Die Fehlerhaftigkeit der Ansätze resultiert namentlich nicht aus der Erwägung heraus, dass in Phase I die Investitionen stets oberhalb der Abschreibungen gelegen hätten. Die Umsatzerlöse als eines der zentralen Elemente zur Ableitung der Erfolgsgröße EBIT beruhen auf einer Einschätzung des nachhaltig erzielbaren Umsatzniveaus, was ausgehend von dem im Jahr 2017 erzielten Umsatzerlösen mit dem Wachstumsfaktor von 1 % fortgeschrieben wurde, so dass die Erlöse im Terminal Value mit € 5,05 Mrd. angesetzt wurden.

Die angesetzte EBIT-Marge von 11,75 % liegt zwar niedriger als im letzten Jahr der Detailplanungsphase; dies beruht allerdings nachvollziehbar und plausibel auf dem Umstand, dass sich langfristig die Abschreibungsquote der Investitionsquote angleichen wird. Demgemäß wurde die Differenz zur Abschreibungs- und Investitionsquote von rund 1 % im langfristigen EBIT berücksichtigt und folglich die nachhaltige EBIT-Marge nur mehr mit 11,75 % angesetzt, ohne dass deshalb eine Grobplanungsphase hätte zwischengeschaltet werden müssen. Insgesamt liegt aber die EBIT-Marge für die Ermittlung des Terminal Value oberhalb der durchschnittlichen EBIT-Marge der Jahre 2013 bis 2017 von rund 11 % vor den Stichtagsanpassungen wie auch über den längerfristigen Durchschnittsbetrachtungen im Zeitraum von 2001 bis 2012 als eine EBIT-Marge von rund 9,2 % im Durchschnitt erzielt wurde.

Vom Grundsatz her wird im Terminal Value durch den Ansatz einer Reinvestitionsquote der Notwendigkeit der Sub-



stanzerhaltung Rechnung getragen. Dabei kommt es in dieser Phase II nur noch zu Ersatzinvestitionen nicht zu Erweiterungsinvestitionen, nachdem sich das Unternehmen in einem Gleichgewichtszustand befindet (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.05.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.08.2014, Az. 5HK O 7455/13; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 336). Da die Investitionen im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse wie auch in Phase I immer noch über den Abschreibungen lagen, stiegen diese stärker als die Investitionen, wobei am Ende der Detailplanungsphase noch keine Parität erreicht war. Daher musste davon ausgegangen werden, dass die Abschreibungen in der Ewigen Rente tendenziell steigen müssten, weshalb die EBIT-Marge ab 2018 ff. gegenüber Phase I tendenziell belastet ist und folglich niedriger ausfallen musste. Die Investitionen in Phase I beinhalten aktivierungsfähige Entwicklungsaufwendungen sowie immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagevermögen. Geplant sind neben Investitionen zur Effizienzsteigerung in der Produktion vor allem notwendige Ersatz- und Erhaltungsinvestitionen, weshalb im Rahmen der Analyse keine Bereinigung der Investitionsquote notwendig war. Die durchschnittliche Investitionsquote beträgt in Phase I 3,7 %, im Zeitraum von 2010 bis 2017 3,4 % und im Zeitraum von 2012 bis 2017 3,8 %. Bei einer Fortschreibung ergeben sich somit nachhaltige Investitionen in einer Bandbreite von € 173 bis € 192 Mio. Die Differenz zu den geplanten Abschreibungen des Jahres 2017 betrug rund 1 % in Relation zur EBIT-Marge, um in der Ewigen Rente die nachhaltige Reinvestitionsquote abzubilden. Angesichts



dessen ist eine EBIT-Marge von 11,75 % als sachgerecht zu bezeichnen.

- (cc) Eine Analyse der Zahlen auf Konzernebene belegt letztlich gleichfalls, dass die Zahlen für den Terminal Value keiner Korrektur bedürfen, auch wenn bei den aggregierten Zahlen ein Abschlag in den einzelnen Bereichen von   
als sinnvoll und notwendig bezeichnet wurde. Unter Fortschreibung der Ergebniszahlen mit nachhaltig € 1,57 Mrd. ermittelt sich darauf aufbauend eine EBIT-Marge von 7,6 % in der Ewigen Rente. Diese liegt prozentual oberhalb des Referenzzeitraums. Das EBIT auf Konzernebene liegt ebenfalls oberhalb des durchschnittlichen EBIT der Phase I. Die Return on Sales-Marge in der Ewigen Rente - abgeleitet aus der EBIT-Marge von 7,6 % - entspricht dem kommunizierten Zielwert der Gesellschaft.

- (dd) Auch andere wesentliche betriebswirtschaftliche Kennzahlen lassen keinen Rückschluss auf unangemessene Annahmen für die Ermittlung des Terminal Value zu.

Der angenommene Return of Equity von 19,4 % steht in keinem Widerspruch zu den Ansätzen der Ewigen Rente. Dieser Koeffizient aus Eigenkapital und Ergebnis vor Steuern liegt bei der Ewigen Rente beispielsweise deutlich höher als die Eigenkapitalrendite des sehr guten Geschäftsjahres 2011, in dem dieser Wert 11,3 % und im Jahr 2010 bei 19,4 % lag. Die Verschlechterung zwischen diesen beiden Jahren beruhte vor allem auf Sondervorgängen und negativen Ergebnissen mittlerweile aufgegebenen Geschäftsbereiche. Wenn dann aber in der Ewigen Rente eine Eigenkapitalrendite angesetzt wird, die dem





Wert eines ebenfalls sehr guten Geschäftsjahres entspricht, kann nicht davon ausgegangen werden, dieser Wert müsse unangemessen sein.

Die im Terminal Value angesetzte Umsatzrendite entspricht mit einem Wert von 8,7 % in etwa der im Geschäftsbericht des Jahres 2012 genannten Zielmarge von 8,5 %, wobei allerdings auch die Erkenntnisse im Prüfungsbericht zu berücksichtigen sind, dass im Geschäftsbericht 2012 die anteiligen Dividenden von Scania einbezogen werden, nicht die anteiligen Jahresüberschüsse, wie das in der Unternehmensbewertung vorgenommen wurde. Aber auch bei der Berücksichtigung dieses Effekts ergibt sich eine mit der Vergangenheit vergleichbare ROS-Marge in Höhe von rund 8,3 % für die Ewige Rente, die immer noch klar in der kommunizierten Bandbreite von plus/minus 2 Prozentpunkten liegt.

- (d) Für die Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips, das in der Ertragswertmethode zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes kein Raum ist, sieht die Kammer angesichts dieser Ausgangslage keinen Anhaltspunkt.
- (10) Die in die Bewertung der MAN SE eingeflossenen Thesaurierungsannahmen müssen nicht korrigiert werden, wobei dies sowohl für den Zeitraum der Detailplanungsphase wie auch für den der Ewigen Rente gilt.
- (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse entspricht dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und kann daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang



der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12).

Die nachvollziehbaren Annahmen der Gesellschaft sahen dabei Ausschüttungen vor, die durchschnittlich rund 31 % des Jahresüberschusses der Gesellschaft entsprachen. Dieser Ansatz bedarf vor allem auch deshalb keiner Korrektur, weil die entsprechende Verwendung der thesaurierten Mittel konsistent zu den weiteren Planansätzen der MAN SE ist. Die nicht ausgeschütteten Mittel wurden dabei gerade nicht nur zur Rückführung von Fremdkapital herangezogen, sondern auch zur Innenfinanzierung im Unternehmen verwandt. Der entsprechende Innenfinanzierungsbedarf resultiert aus der mit der Ausweitung des Geschäfts einhergehenden Notwendigkeit der Finanzierung des Working Capital wie aus den geplanten Investitionen. Damit besteht aber auch kein Widerspruch dazu, dass das Zinsergebnis nicht im Umfang der Thesaurierung sinkt. Dabei ist zum einen zu bedenken, dass ein direkt umgekehrt proportionaler Zusammenhang ohnehin nicht darstellbar wäre. Zum anderen muss gesehen werden, dass zur Ermittlung des Zinsergebnisses mit periodenspezifisch unterschiedlichen Zinssätzen gerechnet wurde, weshalb eine derartige Wirkungskette zwischen Thesaurierung und Zinsergebnis auch aus diesem Grund nicht dargestellt werden kann.

Dennoch zeigen die Planzahlen einen entsprechenden Wirkungszusammenhang auf, nachdem der Zinsaufwand vom ersten Jahr der Detailplanungsphase bis in die Ewige Rente von € 135 Mio. auf € 80 Mio. absinkt, was seinen Grund vor allem in den abnehmenden Beständen verzinslichen Fremdkapitals hat.



Dieser Effekt tritt trotz des mit dem Umsatzwachstum einhergehenden Anstiegs des Working Capital und der damit verbundenen Finanzierungsnotwendigkeiten ein und wirkt sich zudem über einen sinkenden Risikozuschlag zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

Die thesaurierten Beträge über die Jahre der Detailplanungsphase hinweg von insgesamt € 3,209 Mrd. führen zu einer Erhöhung des bilanziellen Eigenkapitals in den Planbilanzen von € 5,619 Mrd. zum 31.12.2012 auf € 8,828 Mrd. zum 31.12.2017. Allein aus dem Umstand, dass keine Kapitalflussrechnung mitgeteilt wurde, kann kein Rückschluss auf fehlerhafte Planansätze gezogen werden, zumal dies in der Praxis der Berichterstattung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ohnehin nur vergleichsweise selten vorkommt (vgl. Creutzmann/Spies BewP 2014, 98, 99). Der Hinweis auf eine rückläufige Entwicklung der aktiven latenten Steuern durch einige Antragsteller übersieht – worauf die Antragsgegnerin zu Recht hingewiesen hat – dass steuerliche Verlustvträge direkt bei der Ermittlung des Steueraufwands in der G+V-Rechnung wert erhöhend in den Ertragswert der MAN SE eingeflossen sind. Eine nochmalige Berücksichtigung einer Veränderung der entsprechenden Bilanzposition durch die Abbildung künftiger Steuervorteile aus aktiven latenten Steuern würde zu einer doppelten Berücksichtigung führen, was nicht sachgerecht sein kann.

Soweit es um Rückschlüsse aus der Bilanz zum 31.12.2013 auf den Stichtag zum 16.6.2013 geht, ist wiederum zu bemerken, dass dies mit der Stichtagsbezogenheit der Unternehmensbewertung nicht in Einklang steht und ein nicht so starker Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wie geplant – € 1,992 Mrd. gegen € 1,747 Mrd. – keine Schlussfol-



gerungen hinsichtlich unzutreffender Planannahmen und Planbilanzen rechtfertigt, auch wenn das Volumen des Rückgangs im Vergleich zum Stichtag 31.12.2012 bei etwa 13 % lag, die Bilanz zum 31.12.2013 indes einen Rückgang um etwas mehr als 4 % ausweist.

Eine fiktive Zurechnung der im Detailplanungszeitraum thesaurierten Mittel an die Eigenkapitalgeber kann eine höhere Abfindung nicht rechtfertigen. Diese Maßnahme hätte zur Folge, dass das bilanzielle Eigenkapital konstant auf dem Niveau zum 31.12.2012 mit € 5,619 Mrd. verharren würde, weil dann ab dem Geschäftsjahr 2013 keine Verwendung der thesaurierten Mittel entsprechend den Planannahmen erfolgen könnte. Dieser Ansatz stünde aber schon im Widerspruch zur Bedeutung der Planannahmen als Basis der Ermittlung des Ertragswertes. Zum anderen aber müssten vor allem die konkret verwandten thesaurierten Mittel im Falle einer fiktiven Zurechnung mit allen negativen Auswirkungen auf das Zinsergebnis und den verschuldeten Beta-Faktor fremdfinanziert werden. Das Zinsergebnis würde ab dem Jahr 2014 jedes Jahr deutlich schlechter ausfallen – beginnend mit einer Differenz von € 10 Mio. im Jahr 2014 bis hin zu einer Differenz von € 97 Mio. am Ende der Phase I und von € 116 Mio. zu Lasten der Minderheitsaktionäre im Zeitraum der Ewigen Rente. Angesichts der Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad käme es zu einem Anstieg des verschuldeten Beta-Faktors auf 1,24 im Terminal Value. Demgemäß würde auch der Ertragswert sinken, wie die Vertragsprüfer in ihrer dritten ergänzenden Stellungnahme herausgearbeitet haben. Die von den Antragstellern zu 85) und 86) favorisierte fiktive Zurechnung der Thesaurierung würde sich somit zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken.



- (b) Die Höhe der Thesaurierung mit 50 % in der Ewigen Rente und demgemäß einer Ausschüttungsquote von 50 % bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei den Aktiengesellschaften liegt zwischen 40 und 60 %. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird. Angesichts dessen konnte im Terminal Value keine vollständige Thesaurierung der Überschüsse angenommen werden. Anders als in der Detailplanungsphase, in der auf die konkreten Planungen abzustellen ist, die hier von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen sind, ist dieser Ansatz in der Ewigen Rente nicht möglich, weil es keine Planaussätze des Unternehmens mehr gibt.

Dem Ansatz einer Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote von 50 % im Terminal Value lässt sich nicht die dips/DSW-Dividendenstatistik entgegenhalten. Dabei muss nämlich berücksichtigt werden, dass der Ansatz in der Ewigen Rente auch innerhalb der Bandbreite des in Phase I erstrebten Ausschüttungsverhaltens liegt, wo Ausschüttungsquoten mit 30 % bis 70 % des Ergebnisses nach Steuern angesetzt wurden.

- (c) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % - mithin des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag - muss nicht korrigiert werden. Die



Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilseigner einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 131; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11, S. 39 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 40 f.; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch



Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

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

- (d) Eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagenkonto kann nicht erfolgen. Im gesamten Planungszeitraum sollen in einer Periode die Mehrbeträge ausgeschüttet als angenommen werden. Daher kommt es nicht zu einer steuerlichen Einlagenrückgewähr. Zudem handelt es sich bei der Art und Weise, wie mit dem steuerlichen Einlagenkonto verfahren wird, um eine unternehmerische Entscheidung, die im Rahmen eines Spruchverfahrens allenfalls eingeschränkt überprüfbar ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 22.2.2012, Az. 21 W 17/11, zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12).
- (e) Nicht zu beanstanden ist der Umstand, dass vor der Ermittlung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttung ein Betrag von € 73 Mio. als wachstumsbedingte Thesaurierung in Abzug gebracht wurde. Die im nachhaltigen Ergebnis angesetzte Thesaurierung berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch



Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlags storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 706). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums. Bei der Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung würde vorliegend zudem gerade nicht pauschal der Wachstumsabschlag angesetzt, sondern es kam zu einer individuellen Ermittlung. Dabei wurde insbesondere





kein inflationsbedingtes Wachstum auf immaterielle Vermögenswerte, auf bestimmte Finanzanlagen sowie Steuerforderungen und Steuerverbindlichkeiten unterstellt, während das Sachanlagevermögen in den Planbilanzen steigend geplant wurde. Dieser Anstieg insbesondere auch des Sachanlagevermögens wie auch der immateriellen Vermögensgegenstände sollen vom 31.12.2012 auf den 31.12.2017 um rund 830 % ansteigen, was nahezu dem Niveau zum geplanten Umsatzwachstum entspricht. Gerade diese Relation ist für die Kammer durchaus nachvollziehbar.

Angesichts dessen berechnen die sich zu kapitalisierenden Überschüsse folgendermaßen:

Wirtschaftliche Zusammenfassende Netto- auswertungen	2008	2009	2010	2011	2012	Zwischensumme
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	256	834	1.202	1.577	1.963	1.572
Beteiligungsergebnis	137	174	218	225	231	221
Zinsergebnis	-135	-101	-106	-115	-89	-80
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>259</b>	<b>908</b>	<b>1.314</b>	<b>1.687</b>	<b>2.105</b>	<b>1.713</b>
Unternehmensteuern	-23	-101	-264	-366	-481	-442
<b>Jahresüberschuss auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss</b>	<b>236</b>	<b>807</b>	<b>1.049</b>	<b>1.321</b>	<b>1.624</b>	<b>1.271</b>
auf MAN-Aktionäre entfallender Jahresüberschuss	9	12	11	12	12	11
<b>auf MAN-Aktionäre entfallender Jahresüberschuss</b>	<b>226</b>	<b>796</b>	<b>1.038</b>	<b>1.309</b>	<b>1.612</b>	<b>1.260</b>
Thesaurierung	-39	-572	-637	-863	-1.096	-630
Ausschüttung	187	224	401	446	515	630
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	-49	-59	-106	-118	-136	-166
<b>Ausschüttung nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>138</b>	<b>165</b>	<b>295</b>	<b>328</b>	<b>379</b>	<b>464</b>



Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	0	0	0	0	0	630
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	0	0	0	0	0	-83
Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	0	-73
Zu überkonfirmierte (Stichtag)	100	100	200	200	300	400

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

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.



- (1) Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 2,25 % vor Steuern muss nicht korrigiert werden, auch wenn von einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Zeitpunkt der Hauptversammlung ausgegangen werden muss.
  - (a) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 2,25 % vor Steuern bzw. 1,66 % nach Steuern festzusetzen.

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Be-



wertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

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

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

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht



den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die



Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfeh- lens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Ange- sichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergericht- liche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozu- schlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Un- ternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

Vorliegend war dieser Risikozuschlag nach persönlichen Ertrags- steuern in den Jahren der Detailplanungsphase auf 5,11 % im Jahr 2013, auf 5,45 % in 2014, auf 5,39 % in 2015, auf 5,21 % in 2016, auf 5,23 % in 2017 sowie auf 5,02 % im Zeitraum der Ewigen Rente festzusetzen.

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.
  - (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Mo- del) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unterneh- mens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausge-



führt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht



wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Ver-





äußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13).

(cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamt-



würdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden.

(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt sich dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Das (Tax-)CAPM geht von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Dabei vermag die Kammer indes den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen, die entsprechend einer Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierende implizit ermittelten Marktrisikoprämie von den Bewertungsgutachtern angesetzt und von den Vertragsprüfern nicht beanstandet wurde.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das



konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter, für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlages entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O



18925/08; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

Gegen den Ansatz einer mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründeten höheren Marktisikoprämie spricht weiterhin der Umstand, dass die Vergangenheitszahlen, die zu der vom IDW bislang zugrunde gelegten ursprünglichen Marktisikoprämie nach Steuern unter Geltung der Abgeltungssteuer mit Werten zwischen 4,0 % und 5,0 % führte, bereits mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufwie auch des Abschwungs umfasste. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch überraschend raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. hierzu LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.).

Diese These ist allerdings – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser



Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren. Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, ist ein Ansatz einer Marktrisikoprämie, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, sachgerecht.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5 % nach Steuern sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe,



als jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.

Angesichts dieser Überlegungen, denen es ungeachtet der unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuche zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des EDW – an einer verlässlichen empirischen Grundlage fehlt, sieht die Kammer im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO die „Schnittmenge“ von 5,0 % als sachgerecht an. Die Berechnungen der Vertragsprüfer in ihrer dritten ergänzenden Stellungnahme rechtfertigen auch kein anderes Ergebnis, weil auch hier der grundlegende Kritikpunkt gilt, dass dieses Ergebnis stets abhängig ist von der Auswahl der Zeitdauer und den Anfangs- und Endpunkten der gewählten Zeitreihen.

- (bb) Vorliegend bestehen keine grundlegenden Bedenken, dass individuelle Risiko im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM als einem der Elemente zur Ermittlung des Risikozuschlages über eine Peer Group abzuleiten, zumal diese zu einem geringfügig niedrigeren Risikozuschlag führt als der Ansatz über den originären Beta-Faktor der MAN SE.

Die Zusammensetzung der Peer Group, aus der sich ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,90 ergibt, begegnet keinen grundlegenden Bedenken. Allein aus dem Umstand, dass die MAN SE in vier Bereichen operativ tätig ist, kann die sachgerechte Bewertung mit einem Beta-Faktor und über eine Peer Group nicht infrage gestellt werden.

Dabei muss nämlich gesehen werden, dass gerade auch Vergleichsunternehmen wie die Daimler AG, Volvo, Isuzu



Motors Ltd., Scania AB nicht nur schwere Lkw und Busse vertreiben, sondern zum Teil auch im Bau von Schiffsmotoren engagiert sind. Caterpillar Inc. produziert Bau- und Bergbaumaschinen sowie -fahrzeuge, Diesel- und Gasmotoren sowie Industriegasturbinen, weshalb ein erheblicher Teil des Geschäftsbereichs große Überschneidungen mit MAN Diesel & Turbo aufweist.

Dies gilt in gleicher Weise für Wärtsilä Corporation, einem internationalen Hersteller und Anbieter von Kraftwerksanlagen und Anteilslösungen für Schiffe. Dabei spricht der oberhalb des Gesamtmarkts liegende Beta-Faktor dieser Gesellschaft, der je nach Betrachtungszeitraum und Renditeintervall entsprechend den Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme vom 12.3.2015 zwischen 1,16 und 1,72 verschuldet und zwischen 1,13 und 1,61 unverschuldet lag, nicht gegen die Unzulässigkeit der Einbeziehung dieses Schiffsbauunternehmens in die Peer Group. Die konstanten Ergebnisbeiträge alleine lassen nämlich keinen Rückschluss darauf zu, es könne kein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches Risiko vorliegen. Erzielte Ergebnisse einer Gesellschaft stellen zwar durchaus eine kursbeeinflussende Größe dar; allerdings handelt es sich dabei nur um eine von mehreren Einflussgrößen. Während der Finanzkrise gingen die Umsatzerlöse zwar nur geringfügig zurück; allerdings war ein wesentlicher Einbruch beim Auftragseingang zu verzeichnen – der Auftragsbestand ging nämlich von € 6,883 Mrd. im Jahr 2008 auf € 3,795 Mrd. im Jahr 2010 und mithin um rund 45 % zurück. Auch das operative Ergebnis sank um über 30 % im Vergleich zum Vorjahr. Für das Ergebnis je Aktie zwischen € 1,37 und € 1,97 in den Jahren 2007 bis 2012 waren ausweislich der Geschäftsberichte dieser Ge-



sellschaft zum Teil auch Sondereffekte wie ein Aktienrückkauf im Jahr 2010 oder außerplanmäßige Abschreibungen im Jahr 2009 verantwortlich. Gerade der Rückgang der Auftragseingänge in den Jahren der Finanzmarktkrise zeigt deutlich die Konjunkturabhängigkeit von Wärtsilä als unter anderem in der Fertigung von Kraftwerksanlagen und Antriebslösungen für Schiffe tätigen Unternehmen, was sich letztlich in einem über 1 liegenden und damit überdurchschnittlichen Beta-Faktor widerspiegelt.

Ebenso wenig muss die Einbeziehung der anderen Unternehmen korrigiert werden. Eine vollständige Identität und damit Vergleichbarkeit kann nie angenommen werden, weshalb für die Frage der Vergleichbarkeit das Gesamtbild der einzelnen Unternehmen entscheidend ist; dabei spielen die angebotenen Produkte, ähnliche Techniken oder das Tätigwerden auf vergleichbaren Märkten eine wesentliche Rolle. In Anwendung dieser Kriterien konnte Isuzu in die Gruppe der Vergleichsunternehmen aufgenommen werden. Bei diesem Unternehmen gibt es den Schwerpunkt „Vehicle“, der aus den Bereichen Lkw, Busse und Pick up besteht und knapp 2/3 des Umsatzes im Fahrzeugbereich ausmacht. Der Schwerpunkt der Umsatzerzielung liegt mit 70 % in Asien; der Rest verteilt sich auf die übrige Welt einschließlich der Vereinigten Staaten von Amerika. Da der Schwerpunkt der Absatzmärkte in entwickelten Ländern liegt und vor allem auch die Geschäftstätigkeit weitgehend mit der der MAN SE vergleichbar ist, konnte dieses Unternehmen in die Peer Group aufgenommen werden. Ähnliches gilt für Navistar, das 61 % seiner Umsätze mit Lkw und 37 % mit Motoren und Komponenten erzielt. Wenn die regionale Verteilung





auch einen deutlichen Schwerpunkt mit 78 % in den USA aufweist, steht dies der Aufnahme in die Peer Group nicht entgegen, selbst wenn sich die regionale Aufteilung von der der MAN SE unterscheidet. Wesentlich ist auch hier die Überlegung, dass Navistar einen erheblichen Teil seiner Umsätze in entwickelten Märkten erwirtschaftet.

Caterpillar konnte ebenfalls in die Gruppe der Vergleichsunternehmen aufgenommen werden, weil die von diesem Unternehmen hergestellten großmotorigen Maschinen vor allem für den Baubereich durchaus mit MAN vergleichbar sind.

Soweit von Seiten der Antragsteller gerügt wurde Mitsubishi Heavy Industries, Cummins Inc. und Alstom seien nicht in die Peer Group aufgenommen worden, so ist dem entgegenzuhalten, dass die Vertragsprüfer eine eigene Peer Group auf der Basis einer Abfrage bei Bloomberg aufgestellt haben, in die dann zwölf Unternehmen aufgenommen wurden, nachdem zunächst ein erweiterter Kreis von 190 Unternehmen als potenziell vergleichbar aus der Datenbank von Bloomberg herausgesucht worden war. Dabei wurde Cummins Inc. von den Vertragsprüfern mit einem oberhalb des durchschnittlichen Beta-Faktors der Peer Group liegenden Risiko in ihrer Peer Group berücksichtigt.

Eine Einbeziehung weiterer Unternehmen, insbesondere von Mitsubishi Heavy Industries und Alstom müsste nicht erfolgen. Bei Mitsubishi Heavy Industries resultiert dies aus der Erwägung heraus, dass dieses Unternehmen einen Großteil seiner Umsatzerlöse in mit der MAN SE nicht oder allenfalls bedingt vergleichbaren Geschäftsfeldern erzielt. Dies gilt vor allem für die Aktivitäten in den Berei-



chen der Luftfahrt, der Raumfahrtssysteme und des Schiffbaus. Ebenso wenig musste das französische Industrieunternehmen Alstom aufgenommen werden, wie die Vertragsprüfer in ihrer zweiten ergänzenden Stellungnahme herausgearbeitet haben. Zur Begründung verwiesen sie insbesondere darauf, dass lediglich der Kraftwerksbau mit MAN SE vergleichbar sei, während ein signifikanter Anteil an Umsatzerlösen auf Märkten erzielt werde, auf denen MAN SE nicht aktiv ist wie beispielsweise bei intelligenten Stromsystemen. Abgesehen davon würde eine Einbeziehung dieser beiden Unternehmen keine Veränderungen der Feststellungen zum Beta-Faktor nach sich ziehen, der unverschuldet bei Mitsubishi Heavy Industries bei 0,7 und bei Alstom zwischen 0,95 und 1,17 lag.

Der Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors der MAN SE würde zu keinen günstigeren Werten für die Minderheitsaktionäre führen. Die Vertragsprüfer ermittelten in ihrem Prüfungsbericht verschuldete Beta-Faktoren der MAN SE, die bei wöchentlichen Renditeintervallen im Zeitraum bis zum 8.1.2013 bei Werten zwischen 1,09 bis 1,62 und zwischen 1,06 und 1,3 für Zeiträume vor dem 8.5.2011 – also für Zeiträume vor der Bekanntgabe der Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots durch die – lagen. Bei monatlichen Renditeintervallen lagen die verschuldeten Beta-Faktoren zwischen 1,45 und 1,86 bzw. 1,48 und 1,88.

Im Zeitraum vom 27.2.2007 bis zum 9.5.2011 gab es keine wesentliche Beeinflussung durch Zukäufe; der unverschuldete Beta-Faktor in einem Zweijahreszeitraum vor dem 9.5.2011 lag unter Heranziehung unterschiedlicher Referenzindizes in einer Bandbreite von 0,88 bis 0,96.



Auch diese Werte sind mit denen der Peer Group vergleichbar, aus der ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,9 abgeleitet wurde.

- (c) Die auf diese Art und Weise ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre stehen in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die gerade auch unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation der MAN SE leicht über dem Marktdurchschnitt liegen und in der Ewigen Rente angesichts rückläufiger Verschuldung nahezu exakt dem Marktdurchschnitt entsprechen. Dabei bedeutet es ein erhebliches Risiko, dass MAN in der Investitionsgüterindustrie tätig ist und folglich in nicht unerheblichem Ausmaß unmittelbar den konjunkturellen Schwankungen der Volkswirtschaften unterliegt. Bei einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage ist die Gesellschaft unmittelbar davon betroffen, selbst wenn infolge der Diversifikation auf mehrere Geschäftsbereiche und der Phasenverschiebungen beim Schiffsbau sich die Auswirkungen einer Veränderung der Konjunktur in den einzelnen Geschäftsfeldern unterschiedlich auswirken werden. In bestimmten Märkten können bei der Risikoeinschätzung auch die geostrategischen Nachteile nicht unberücksichtigt bleiben. Zudem muss der in der Zukunft zunehmende Wettbewerbsdruck gesehen werden, der gerade die erzielten Margen belasten kann. Dieser Wettbewerbsdruck kann ebenso wie allgemeine Risiken der politischen Lage in den Märkten der MAN SE zum Verfehlen der Planzahlen führen.

Andererseits kann die starke Stellung der MAN SE in wichtigen Absatzmärkten nicht übersehen werden, die sich auch in der Planung mit dem Gewinnen weiterer Marktanteile widerspiegelt.



Das Finanzstrukturrisiko, das sich ebenfalls auf die Risikostruktur einer Gesellschaft auswirkt, stellt sich so dar, dass die MAN SE nur in den Jahren 2013 und 2014 im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr von einem höheren Verschuldungsgrad ausgeht und es daran anschließend jeweils zu einem Rückgang des Nettobetrags der Verbindlichkeiten kommt. In ihrer dritten ergänzenden Stellungnahme legten die Vertragsprüfer noch detaillierter die Entwicklung des jeweiligen Verschuldungsgrades dar, der 2013 bei 25,2 % und im Jahr 2014 bei 27,3 % liegen sollte, bevor er auf Werte von 25,9 % im Jahr 2015, 22,9 % in 2016 und 20,5 % zum Ende der Detailplanungsphase in 2017 absinken soll. Für den Terminal Value wird von einem Verschuldungsgrad von nur 15,7 % ausgegangen. Daher ist es konsequent, wenn bei sinkendem Finanzstrukturrisiko auch der Risikozuschlag ab 2015 sinkt und auch im Terminal Value nochmals zurückgeht.

- (d) Die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzende Sicherheitsäquivalenzmethode stellt keine vorzugswürdige alternative Möglichkeit zur Berechnung des Risikozuschlages dar. Bei ihr erfolgt keinerlei Ableitung aus am Kapitalmarkt zu beobachtenden Daten; vielmehr sind die Risikoabschläge im Zähler lediglich auf der Basis einer Risikonutzenfunktion der Anteilseigner unmittelbar ableitbar. Allerdings gibt es keine quantifizierbaren Informationen zum Grad der Risikoaversion der Anteilseigner bzw. deren Risikonutzenfunktion. Deren Ermittlung wird indes kaum möglich sein und weist insbesondere in den Fällen, in denen mehrere Personen am Bewertungsprozess beteiligt sind, nahezu unlösbare Probleme auf. Zudem muss gesehen werden, dass derartige Bewertungen, die vielfach nur für einen speziellen Investor gelten, nicht intersubjektiv nachprüfbar wären und damit nicht geeignet sein werden, einen objektivierten



Unternehmenswert zu ermitteln (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).

- (3) Eine Erhöhung des mit 1 % angesetzten Wachstumsabschlags für den Zeitraum der Ewigen Rente ist nicht veranlasst.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen



Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen. Gerade bei den Möglichkeiten, Kostensteigerungen auf die Abnehmer umzulegen, muss die strukturelle Lage des Marktes gesehen werden, in dem ein starker Wettbewerb gerade auch im LKW-Bereich herrscht, der sich auch auf die MAN SE auswirkt und dann aber gerade nicht zu höheren Ertragssteigerungen führen kann. Abgesehen davon kann auch hier nicht außer Betracht bleiben, dass die Gesellschaft in einem sehr konjunkturabhängigen, zyklischen Wirtschaftszweig tätig ist, bei dem es nicht nur zu Gewinnsteigerungen kommt, sondern dass in der Ewigen Rente auch Einbrüche oder zumindest konjunkturelle Abschwungphasen zu berücksichtigen sind, die zu niedrigeren Wachstumsraten der Überschüsse oder auch zu Jahresfehlbeträgen führen können.

Eine höhere Überwälzbarkeit kann nicht angenommen werden. Die Vertragsprüfer wiesen bei ihrer Anhörung im Termin vom 16.12.2014 überzeugend darauf hin, dass auch die Problematik der Überwälzbarkeit der Kostensteigerungen auf die Abnehmer berücksichtigt und entsprechend plausibilisiert werden muss. Bei einer 5 %-igen Inflationsrate muss eine sehr hohe Überwälzbarkeit angenommen werden, um auf ein 1 %-iges Wachstum zu kommen. Für den zentralen Bereich der „Commercial Vehicles“ ergibt sich aus der G+V-Rechnung, die den Prüfern vorlag, implizit, wie in der Vergangenheit Kosten- und Preissteigerungen vorlagen. Um ein Preiswachstum von 1 % erzielen zu können, müssen über 95 %, in Europa sogar über 97 % überwält werden können. Da aus den Erfahrungen der Vergangenheit bereits 90 % als utopisch angesehen werden mussten, gibt es keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, im zentralen Be-



reich „Commercial Vehicles“, aber auch bei der MAN SE insgesamt könne ein höheres Wachstum als 1 % erzielt werden, auch wenn Kostensteigerungen ohne Preissteigerung durch Effizienzsteigerungen ausgleichbar sind. Auch wenn die EBIT-Marge im Terminal Value oberhalb des Wertes der Vergangenheit und vor allem auch der Detailplanungsphase angesiedelt wurde, müssen Effizienzsteigerungen im Zeitverlauf an Kunden weitergegeben werden, weil auch der Kunde an diesen eingetretenen Verbesserungen teilhaben möchte.

Auch die Preisentwicklung mit den Berechnungen eines durchschnittlichen Umsatzerlöses je LKW spricht gegen eine höhere Überwälzbarkeit. Dabei haben die Vertragsprüfer im Rahmen ihrer Prüfung die Kostenentwicklung über die gesamte LKW-Flotte betrachtet und die für Phase I angesetzten Werte in ihre Erwägungen zum Wachstumsabschlag einfließen lassen. Sie erläuterten zudem anhand eines konkreten Beispiels der Einführung neuer Abgasnormen, dass durch diese strengeren Anforderungen entstehende Kostensteigerungen bei einem – mit Ausnahme der Motorteile, die der Erfüllung dieser strengeren Normen dienen sollen – unveränderten LKW nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden können, wobei gerade in diesem Fall die Kostensteigerungen nicht ganz niedrig waren. Angesichts der Planung in Euro musste nach dem Grundsatz der Währungsparität auch nicht auf länderspezifische Inflationsraten abgestellt werden.

Ein denkbarer technologischer Vorsprung gerade auch bei der Einführung strengerer Abgasnormen rechtfertigt aus den bereits genannten Gründen auch keinen höheren Wachstumsabschlag.

- (b) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 % kann nicht entgegen gehalten werden, dadurch komme es zu einem dau-



erhaften Schrumpfen des Unternehmens, selbst wenn das inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte. Der Wachstumsabschlag bildet im Terminal Value nur das preisbedingte Wachstum ab. Zusätzlich müssen aber auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung des künftigen Wachstums eines Unternehmens einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 9.6.2015, Az. 31 Wx 246/14; LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56).

Über den Ansatz dieses thesaurierungsbedingten Wachstums im Terminal Value kommt es zu einer deutlich höheren Wachstumsrate von deutlich über 4 % unter Berücksichtigung auch einer Kursgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 %. Angesichts des eingeschwungenen Zustands in der Ewigen Rente lässt sich ein weiteres mengenbedingtes Wachstum allerdings nicht rechtfertigen, weil gerade davon ausgegangen wird, es komme zu keinen Erweiterungsinvestitionen, weshalb auch die Abschreibungen aus einer Reinvestitionsrate gebildet werden. Erwirtschaftete Ergebnisse bleiben über die Thesaurierung im Unternehmen und erwirtschaften dort eine Rendite, die der Vorsteuer-Unternehmensrendite entspricht. Selbst wenn der Ansatz einer fiktiven Ausschüttung eine Vereinfachung beinhaltet,





kann er nicht verworfen werden. Dabei handelt es sich gerade nicht um ein rein theoretisches Modell, weil – wie bereits ausgeführt – in der Realität deutscher Aktiengesellschaften eine Vollausschüttung der Gewinne gerade nicht stattfindet. Der thesaurierte Teil bleibt im Unternehmen und erwirtschaftet dort dann auch entsprechende Renditen, die dann wiederum eine im nächsten Jahr zumindest leicht angestiegene Dividende bringen sollen. Eine fiktive Vollausschüttung neben einer Thesaurierung zu unterstellen würde aber zu einer zusätzlichen Ausschüttung dessen führen, was ein Aktionär letztlich bereits erhalten hat.

- (c) Aus der Studie der Europäischen Zentralbank zum Gewinnwachstum börsennotierter Aktiengesellschaften lässt sich ein anderes Ergebnis im Sinne eines höheren Wachstumsabschlages nicht rechtfertigen. In dieser Studie sind nämlich auch die im Unternehmen verbleibenden thesaurierten Gewinne enthalten. Deren Berücksichtigung führt – wie bereits erläutert – zu deutlich höheren Wachstumsraten als das rein preisgetriebene Wachstum, das im Wachstumsabschlag berücksichtigt wird.

Ebenso wenig ergibt sich aus der Studie von Creutzmann BewP 2011, 24 ff. eine andere Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Danach lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit oberhalb der allgemeinen Preissteigerungsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 1 % spiegelt dabei allerdings nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie bereits erläutert – deutlich höher liegt.



Zudem lassen Studien, die auf die von der Europäischen Zentralbank angepeilte Inflationsrate von 2 % abstellen, außer Betracht, dass für den Wachstumsabschlag wesentlich die Inflation auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen ist. Demgemäß rechtfertigt namentlich eine Untersuchung von Schüler/Lampenius, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum von 1985 bis 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflationsschätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden, kein anderes Ergebnis ableiten, nachdem die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der Deutschen Bundesbank insofern nicht zu überzeugen vermag, weil sie nicht die unternehmensspezifische Inflation auf den jeweiligen Beschaffungsmärkten des zu bewertenden Unternehmens hinreichend beachtet.

- (d) Die Problematik, inwieweit mit weiteren Investitionen eine höhere Rendite als die des Kapitalisierungszinssatzes zu verdienen sein könnte, kann im Rahmen dieses Verfahrens keine Rolle spielen. Die Vertragsprüfer wiesen nämlich zu Recht darauf hin, dass das Unternehmenskonzept der MAN SE mit seinen einzelnen Einheiten keine Erweiterungen im Sinne von Erweiterungsinvestitionen für neue Werke oder eine Erweiterung der Modellpalette auf grundlegend neue Modelle wie beispielsweise Motorräder vorgesehen hat. Dabei handelt es sich um eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes – gegebenenfalls unter Einschaltung des Aufsichtsrates –, die indes von den (Minderheits-) Aktionären nicht beeinflusst werden kann und auch für das Spruchverfahren hingenommen werden muss. In der Vergangenheit eingetretene Optimierungseffekte, die Preissteigerungen auf Beschaffungsseite ausgleichen konnten, können in der Ewigen Rente angesichts des vorhandenen Gleich-



gewichtszustandes nicht einfließen und damit auch den Wachstumsabschlag nicht beeinflussen.

- (e) Ein Zusammenhang zwischen der Marktrisikoprämie und dem Wachstumsabschlag besteht nicht in der Art und Weise, wie er zum Teil von den Antragstellern geltend gemacht wird. Der Umstand, dass ein Anleger von risikobehafteten Investitionen in Aktien gegenüber der Anlage in quasi-risikofreie deutsche Staatsanleihen einen Aufschlag verlangt, steht mit der Frage, inwieweit es den entsprechenden Aktiengesellschaften gelingt, die Kostensteigerungen langfristig in vollem Umfang auf ihre Kunden abwälzen zu können, in keinem Zusammenhang. Auch ist nicht erkennbar, warum die Renditeanforderungen mit der Inflation steigen sollten. Es handelt sich hierbei um grundlegend verschiedene Bewertungsparameter, die in keinem zwingenden Größenverhältnis zueinander stehen (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 208; OLG München AG 2014, 453, 456; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).
- (f) Ein höherer Wachstumsabschlag lässt sich auch nicht aus der Überlegung heraus ableiten, dass nach dem Vortrag eines Antragstellers bei Volvo und Scania für die Bewertung der Anteile an der Gesellschaft ein Wachstumsabschlag von 2 % angesetzt werde. Dies bedeutet indes keinen Widerspruch zu dem ermittelten Wachstumsabschlag. Die Gesamtwachstumsrate bei MAN SE liegt nämlich über diesem Wert von 2 %. Abgesehen davon unterscheiden sich auch die Aufgaben eines Impairment-Tests von den der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme, weil der Impairment-Test in erster Linie Bezug zur Bilanzierung hat und nicht der Ermittlung eines objektivierten Unter-



nehmenswertes dient (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09).

- (g) Auch aus Aussagen von Vorstandsmitgliedern anderer LKW-Hersteller, die zudem zeitlich nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Stichtag der Hauptversammlung stehen, kann kein anderer Wachstumsabschlag begründet werden. Dies resultiert bereits aus der Erwägung heraus, dass die Organe anderer Aktiengesellschaften andere Vorstellungen hinsichtlich des eigenen Tätigwerdens auf bestimmten Märkten haben und deren Entwicklung gegebenenfalls auch unterschiedlich einschätzen können.

Angesichts dessen ergibt sich aus den kapitalisierten Überschüssen errechneter Ertragswert unter Berücksichtigung einer Aufzinsung vom bewertungstechnischen Stichtag 31.12.2012 auf den Tag der Hauptversammlung am 6.6.2013 in Höhe von € 13,212 Mrd. wie folgt:

MAN-Gruppe Ertragswert	PLAN					Ewige Rente
	2013	2014	2015	2015	2017	
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>236</b>	<b>807</b>	<b>1.049</b>	<b>1.321</b>	<b>1.624</b>	<b>1.271</b>
auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	9	12	11	12	12	11
<b>auf MAN-Aktionäre entfallender Jahresüberschuss</b>	<b>226</b>	<b>796</b>	<b>1.038</b>	<b>1.309</b>	<b>1.612</b>	<b>1.260</b>
Thesaurierung	-39	-572	-637	-863	-1.096	-630
Ausschüttung	187	224	401	446	515	630
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	-49	-59	-106	-118	-136	-166
<b>Ausschüttung nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>138</b>	<b>165</b>	<b>295</b>	<b>328</b>	<b>379</b>	<b>464</b>
Fiktive Zurechnung von The- saurierung	0	0	0	0	0	630
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	0	0	0	0	0	-83



Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	0	-73
Zu Kapitalisierungszinssatz						
anschlüßungen	129	144	241	251	271	11.810
Kapitalisierungszinssatz	6,76 %	7,11 %	7,04 %	6,87 %	6,88 %	5,68 %
Barwert zum 1. Januar	129	144	241	251	271	11.810
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2012</b>	<b>12.847</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,028					
Ertragswert zum 1.1.2012						

c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Gesellschaft wurde zutreffend mit einem Wert von € 64 Mio. angesetzt und bedarf folglich keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die als Finanzanlagen gehaltenen Immobilien sowie ein Grundstück in Brasilien, die mit einem Wert von insgesamt € 57 Mio. in den Unternehmenswert eingeflossen sind. Dabei wurde der von den Vertragsprüfern hinreichend analysierte Marktwert von € 71 Mio. zum Stichtag zugrunde gelegt. Ausgangspunkt waren einerseits die Buchwerte der Immobilien; andererseits enthielt die den Prüfern vorgelegte Liste auch die Angaben, die zur Ermittlung des Marktwertes der einzelnen Immobilien notwendig waren wie beispielsweise Angebote, Bodenrichtwerte, Erbbauzinsen sowie vorhandene Gutachten. Zur Analyse erörterten die Vertragsprüfer die Werte mit den Verantwortlichen, nahmen aber insbesondere auch Stichproben vor hinsichtlich der Bewertungen bzw. des Nachweises des Marktpreises.

Da beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen zum Stichtag eine Veräußerung unterstellt wird, müssen die steuerlichen Folgen aus der Aufdeckung stiller Reserven in die Unternehmensbewertung ein-



fließen, weshalb von dem Veräußerungserlös die anfallenden Unternehmenssteuern in Höhe von € 14 Mio. abgezogen werden mussten, wozu namentlich die Körperschaftsteuer samt Solidaritätszuschlag auf den Veräußerungsgewinn sowie die Gewerbesteuer gehören (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.4.2015, Az. 5HK O 13475/01).

- (2) Zutreffend bewertet wurde auch das zum 31.12.2012 vorhandene Körperschaftsteuerguthaben, in dem es über den Zeitraum der voraussichtlichen Auszahlung auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung diskontiert wurde, woraus sich ein Sonderwert von € 7 Mio. ergab.
- (3) Weitere Positionen konnten dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen dagegen nicht zugeordnet werden.
  - (a) Bei der MAN SE existierte kein über die Darstellung in dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht hinausgehendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Hierfür fanden sich ausweislich der Auskunft der Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.9.2014 keinerlei Anhaltspunkte. Sie erörterten dieses Thema mit den Vorstandsmitgliedern insbesondere auch anhand der zu Beginn der Prüfung erbetenen Anforderungsliste. Dem Konzernabschluss sowie den Teilkonzernabschlüssen konnten die Vertragsprüfer keine Anhaltspunkte für das Vorhandensein wertrelevanten nicht betriebsnotwendigen Vermögens entnehmen. Gerade die (testierten) Abschlüsse bieten eine gute Basis für die vorzunehmende Analyse, weil deren Inhalt auch im Spruchverfahren verwertet werden kann. Es gibt nämlich keine Hinweise auf die Ungültigkeit dieser Abschlüsse, weshalb die Vertragsprüfer darauf auch aufbauen konnten (vgl. OLG München, Beschluss vom



7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09).

Diese Erwägung führt dann aber auch dazu, dass – auch wenn es sich bei der MAN SE um ein Unternehmen mit einer langen Tradition handelt – nicht vom Vorhandensein auch nur ansatzweise wertrelevanter Kunstgegenstände ausgegangen werden kann, nachdem diese dann auch entsprechend bilanziert werden müssten. Allein um eine Erhöhung der Barabfindung um 1 Cent zu erreichen, müssten Kunstgegenstände im Wert von fast € 1,5 Mio. unberücksichtigt geblieben sein. Da der Konzernabschluss testiert wurde, kann auch hier nicht angenommen werden, Kunstgegenstände seien zu Unrecht unberücksichtigt geblieben.

- (b) Die vorhandenen liquiden Mittel konnten nicht als Sonderwert angesetzt werden, weil sie als betriebsnotwendig einzustufen waren. In Phase I besteht ein Nettofinanzschuldenunterhang, der – wie schon dargestellt – zu einem negativen Zinsergebnis führt. Infolge der bewertungstechnischen Verrechnung der liquiden Mittel in diesem Zeitraum wird sichergestellt, dass nicht niedrig verzinsliche liquide Mittel und gleichzeitig höher verzinsliche Schulden vorgehalten werden und damit Unternehmenswerte planungstechnisch „vernichtet“ würden. Diese Planungsprämisse mit ihrer Unterstellung der Schaffung eines erfolgreichen konzernweiten Pooling geht folglich nicht zulasten der Minderheitsaktionäre.
- (c) Ein steuerliches Einlagenkonto im Sinne des § 27 KStG musste nicht als Sonderwert einfließen. Im gesamten Zeitraum der Detailplanungsphase wie auch im Terminal Value wird nicht davon ausgegangen, dass es zu Ausschüttungen kommen werden, die den Umfang der erwirtschafteten Jahresüberschüsse über-



steigen könnten. Folglich kommt es nicht zu einer als Kapitalrückzahlung zu qualifizierenden Ausschüttung. Angesichts dessen wäre der Ansatz eines Sonderwerts für das steuerliche Einlagenkonto nicht sachgerecht.

- (d) Für realisierbare Schadensersatzansprüche gegen Dritte fanden die Vertragsprüfer keine hinreichend belastbaren Anhaltspunkte. Dabei muss in diesem Verfahren nicht abschließend entschieden werden, ob derartige Ansprüche nur dann zu berücksichtigen sind, wenn sie vom Schuldner nicht bestritten oder durch ein Gericht rechtskräftig festgestellt sind (so OLG Celle AG 2007, 865, 866 = ZIP 2007, 2025, 2026; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 746 = AG 2000, 428, 430). Ein derartiger Ersatzanspruch kann als Sonderwert indes nur dann berücksichtigt werden, wenn aus der Sicht des Stichtags ein Zufluss mit hinreichender Sicherheit zu erwarten war. Dies lässt sich vorliegend allerdings nicht bejahen, weil nicht erkennbar ist, dass derartige Ansprüche seitens der hierfür zuständigen Organe der MAN SE gerichtlich oder außergerichtlich geltend gemacht worden wären (vgl. OLG München AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171).
- (e) Der Wert der Marke „MAN“ oder weiterer der Gesellschaft zustehenden Markenrechte musste ebenso wenig wie der Wert von Kundenbeziehungen als Sonderwert im Rahmen der Ermittlung des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt werden.
- (aa) Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss





vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- (bb) Diese Überlegungen gelten in der gleichen Art und Weise für die Kundenbeziehungen, weil auch diese dem Erzielen der Überschüsse dienen und folglich vollumfänglich beim Ertragswert Berücksichtigung fanden (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.08.2014, Az. 5HK O 7455/13).

Daraus ergibt sich dann ein Unternehmenswert von € 13,276 Mrd. oder € 90,29 je Aktie.

- d. Die Anhörung der Vertragsprüfer von \_\_\_\_\_ hat zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt. Die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch Einholung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ist auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten. Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 8 Rdn.4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Vertragsprüfungsberichts, der ausführlichen Erläuterungen in mehreren Anhörungsterminen und den aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der



Vertragsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

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



verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

- (1) Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013,



Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

- (2) Die Kammer hat vor allem aber keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer. Bei der Würdigung ihrer Erkenntnisse muss auch gesehen werden, dass sie die Annahmen aus dem Bewertungsgutachten von gerade nicht kritiklos übernommen haben, sondern beispielsweise auch die Zusammensetzung gerade der Peer Group durch eigenständige Überprüfungen und die Aufnahme zweier weiterer Unternehmen – Cummins Inc. sowie die in Deutschland ansässige Deutz AG – kritisch gewürdigt haben.
- (a) Allein der Umstand, dass eine Reihe von Antragstellern Privatgutachten zu ausgewählten Fragen der Unternehmensbewertung mit Schwerpunkt in erster Linie in der Ewigen Rente vorgelegt haben, rechtfertigt nicht die Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens. Der Hauptkritikpunkt dieser Gutachten – nämlich die unterbliebene Zwischenschaltung einer Grobplanungsphase und der Vorwurf fehlerhafte Ansätze zum Umsatz und zur EBIT-Marge für den Terminal Value – ist zur Überzeugung der Kammer widerlegt, wie bereits bei den einzelnen Fragestellungen dargelegt wurde. Der Ansatz im Wesentlichen dauerhaft steigender Absatzzahlen in einer konjunkturabhängigen Branche – wie die Privatgutachten dies auf der Basis von externen Studien von LMC und IHS annehmen –, steht zur Überzeugung der Kammer im Widerspruch zur konjunkturellen Wirklichkeit. Gerade ein mit aus dem Wirtschaftsleben stammenden ehrenamtlichen Richtern besetzter Spruchkörper kennt die Schwankungen in einzelnen Branchen und die konjunkturellen Entwicklungen so weit, dass beurteilt werden



kann, ob Annahmen zu Absatz- und Umsatzzahlen für sich genommen plausibel sind oder nicht, selbst wenn die ehrenamtlichen Handelsrichter nicht der Nutzfahrzeugbranche entstammen. Die Erwägungen aus den Studien vor allem von LMC, aber auch von IHS tragen daher zur Überzeugung der Kammer nicht, um die Ansätze zum Umsatz und zur EBIT-Marge in der Ewigen Rente zu erschüttern. Zudem sieht das Gericht auch einen gewissen Widerspruch, wenn einerseits über 10 oder gar 15 Jahre ein mehr oder minder starkes Wachstum angenommen wird, andererseits dann aber eine Grobplanungsphase gefordert wird obwohl nach den Marktstudien ein weitgehend kontinuierliches Absatzwachstum auftreten soll.

Soweit in den Privatgutachten die Inhalte der Schriftsätze der Antragsgegnervertreter kritisiert werden, diese hätten darauf verwiesen, die IHS-Prognosen sollten nicht berücksichtigt werden, ist dem entgegenzuhalten, dass die Vertragsprüfer entsprechend ihrer Aufgabe die Prognosen der Business Intelligence Unit von MAN auch mit den Erwartungen insbesondere von IHC verglichen und dabei die Abweichungen analysiert haben. Auch in diesem Zusammenhang muss gesehen werden, dass die Prognosegenauigkeit der Business Intelligence Unit in der Vergangenheit besser war als die der externen Studien. Dieser Umstand ist für die Kammer auch nachvollziehbar, weil aus einem Unternehmen stammende Mitarbeiter die Märkte und die Besonderheiten des eigenen Unternehmens besser kennen als außenstehende Marktforscher, auch wenn deren Erkenntnisse durchaus in die Würdigung von Prognosen eingeflossen sind. Gerade bei den Absatzzahlen für MAN Latin America sind die von der Gesellschaft zugrunde gelegten Zahlen deutlich besser als die Erkenntnisse der Marktstudien, ohne dass dann aber hinreichend erkennbar geworden wäre, dass die Privatgutachter diesem Geschäftssegment der MAN SE die



ungünstigeren Marktprognosen zugrunde gelegt hätten, die namentlich LMC angesetzt hat. Dies ist zwar aus Sicht der Antragsteller nachvollziehbar – doch macht dies deutlich, dass einerseits die Analysen der Privatgutachten nicht restlos stringent sind und andererseits nicht davon ausgegangen werden kann, die Gesellschaft habe stets nur „ihre“ ungünstigen eigenen Prognosen als Datenmaterial herangezogen.

Ebenso wenig sind die Erwägungen in den Privatgutachten zur EBITDA-Marge geeignet, die Erkenntnisse der Vertragsprüfer zu erschüttern. In den Jahren der Vergangenheitsanalyse war die EBITDA-Marge stets schlechter als die vergleichbarer Unternehmen aus der Peer Group. Letztlich machen auch die im Privatgutachten von [redacted] gezeigten Graphen deutlich, dass sich die Umsätze im Wesentlichen parallel zu denen der Vergleichsunternehmen entwickelten, was gerade auch für MAN Diesel & Turbo gilt. Die EBITDA-Marge selbst war nur im Jahr 2013 schlechter; dies kann aber nach den Planannahmen rasch aufgeholt werden, weshalb insbesondere Mitsubishi Heavy Industries sowie die nach Einschätzung der Privatgutachter vergleichbare Alstom überholt werden sollen. Angesichts dessen vermag die Kammer aus den Erwägungen der Privatgutachten heraus keine mangelnde Plausibilität der Planannahmen ableiten.

Hinsichtlich der Zusammensetzung der Peer Group, die namentlich von [redacted] kritisiert wurde, übersieht dies, dass die Vertragsprüfer gerade auch Cummins Inc. – im Gegensatz zu den Bewertungsgutachtern von [redacted] einbezogen haben. Auch haben sie überprüft, inwieweit sich eine Einbeziehung von Mitsubishi Heavy Industries und Alstom auf den Beta-Faktor auswirken würde.



Die Kritikpunkte am Wachstumsabschlag, die in den Privatgutachten vorgetragen wurden, vermögen die Kammer nicht zu überzeugen. Bei ihren Anhörungen und in der dritten ergänzenden Stellungnahme gingen die Vertragsprüfer überzeugend darauf ein, warum eine vollständige Überwälzung der unternehmensspezifischen Inflation auf die Abnehmer nicht möglich ist und ein höheres preisbedingtes Wachstum folglich nicht angesetzt werden kann.

Auch aufgrund der Ausführungen in Stellungnahmen des Antragstellers zu 49) vermag die Kammer auch sonst keine Gründe zu erkennen, die dazu führen, die Planannahmen als nicht plausibel zu bewerten, folglich muss kein Sachverständigen-gutachten eingeholt werden. Dies gilt vor allem, aber nicht nur für den Bereich MAN Truck & Bus. Dort erwartet die Gesellschaft im Zeitraum der Detailplanungsphase einen Anstieg der Umsätze vom Ist-Zustand 2012 mit € 8,822 Mrd. auf € 11,360 Mrd., was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,2 % entspricht. Der Umsatz soll vom Ist-Zustand in 2012 bis zum Ende der Phase I um ca. 28,75 % ansteigen. Auch wenn diese Zahlen von MAN Truck & Bus mehr Ländern umfassen als die vom Antragsteller zu 49) genannten Absatzzahlen für Europa ohne Deutschland und Russland, so liegt die Steigerungsrate deutlich über den genannten Prozentzahlen aus der Aufstellung des Antragstellers zu 49).

- (b) Die Erkenntnisse der Vertragsprüfer sind in vollem Umfang verwertbar. Der Verwertbarkeit ihrer Ausführungen steht nicht der Umstand entgegen, dass in der Vergangenheit in Einzelfällen in geschäftlichen Beziehungen zum stand. Die für Sachverständige geltenden Vorschriften der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 ZPO finden auf die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer keine



Anwendung, weil sie nicht während eines kontradiktorischen Verfahrens im Rahmen einer förmlichen Beweisaufnahme bestellt wurden und sie auch nicht gegenüber dem Gericht verantwortlich sind, weshalb sie auch nicht als Gehilfen des Gerichts wie ein Sachverständiger tätig werden. Vielmehr sind die gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer als Beweis- oder Erkenntnismittel sui generis zu verstehen (vgl. Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 2; Krieger/Mennicke in: Lutter, UmwG, 4. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 6; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 14 und 16; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 12; Hüffer, AktG, a.a.O., Anh § 305 § 8 SpruchG Rdn. 4).

Die Gründe für das Bestehen eines Bestellungsverbotes ergeben sich vielmehr aus §§ 293 b Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 1 bis Abs. 4 HGB, deren Voraussetzungen indes nicht erfüllt sind. Angesichts dessen kann ein Verwertungsverbot nicht bestehen, ohne dass die Kammer abschließend entscheiden müsste, ob ein derartiges Bestellungsverbot auch diese Rechtsfolge eines Verwertungsverbotes nach sich ziehen würde.

Ein Bestellungsverbot in Bezug auf \_\_\_\_\_ aus § 319 Abs. 4 Satz 1 HGB liegt erkennbar nicht vor. Angesichts der Beteiligungsverhältnisse bei der MAN SE. Aus dem Zusammenhang zwischen § 319 Abs. 4 Satz 1 letzter Halbsatz HGB und § 319 Abs. 2 HGB muss weiterhin die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Tätigkeit anderer als der für den Prüfungsbericht verantwortlich zeichnenden Wirtschaftsprüfer nicht zu einem Ausschluss und einem Bestellungsverbot führen kann. Der Prüfungsbericht wurde unterzeichnet und damit verantwortet von \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_ nicht jedoch von den Mitgliedern





des Automotive-Teams einschließlich deren Verantwortlichen  
Eine frühere Tätigkeit der den Be-  
richt vor der Kammer erläuternden

wurde von keiner Seite behauptet. Sie haben lediglich die in dem Bereich Automotive übermittelten Informationen verwertet und sich darauf aufbauend ein eigenverantwortliches Urteil gebildet.

Abgesehen davon konnte während seiner Anhörung nur nicht ausschließen, dass die Leiter des Automotive-Teams in der Vergangenheit im Einzelfall für den tätig waren. Dieser Umstand begründet – selbst wenn diese Tätigkeit tatsächlich erfolgt sein sollte – keine Besorgnis der Befangenheit im Sinne der §§ 293 d Abs. 1 AktG, 319 Abs. 4 Satz 1 und Abs. 2 HGB. Selbst wenn noch eine Eignung zur Beeinflussung des Ergebnisses durch die Mitglieder des Automotive-Teams bejaht werden sollte, kann nicht von einer Besorgnis der Befangenheit ausgegangen werden. Dies ist nämlich nur dann der Fall, wenn ein wirtschaftliches oder sonstiges Eigeninteresse von nicht nur untergeordneter Bedeutung am Ergebnis der Prüfung besteht, nahe Beziehungen zu der zu prüfenden Gesellschaft bestehen oder besondere Einflussnahmen durch die zu prüfende Gesellschaft bestehen. Letzteres kann indes nur dann angenommen werden, wenn geschäftliche Beziehungen in ungewöhnlichem Ausmaß bestehen (vgl. Hopt/Merkt in: Baumbach/Hopt, HGB, 36. Aufl., § 319 Rdn. 9; für den gerichtlich bestellten Sachverständigen ebenso OLG München MDR 1998, 858; Zöller-Greger, ZPO, a.a.O., § 406 Rdn. 8). Davon kann bei einer Tätigkeit in Einzelfällen nicht die Rede sein. Ein Befangenheitsgrund ergibt sich insbesondere auch nicht aus der Person des bereits ca. zwei Jahre vor dem Termin am 1.10.2014 bei der ausgeschiede-



nen Partner, der für den Prozessberatung im Sinne von Ingenieursleistungen erbracht hat. Angesichts dieser Art der Tätigkeit sowie des Ausscheidens bereits vor dem Beginn der Prüfung ist vor allem auch eine Einflussnahme auf das Prüfungsergebnis durch nicht erkennbar. der an der Transaktion zwischen der beteiligt war, war in die Prüfung der MAN SE nicht involviert.

Da kein Bestellungsverbot bestand, kann ein Verwertungsverbot folglich nicht angenommen werden. Angesichts dessen waren und seine Kollegen von auch nicht verpflichtet, eine Aufstellung von Projekten zwischen dieser Wirtschaftsprüfungsgesellschaft einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und dem aus den letzten fünf Jahren vorzulegen.

- (c) Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Vertragsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 293 e Abs. 1 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde



gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde. Der Prüfungsbericht muss demgemäß auch nicht jedes Detail der vorgenommenen Prüfungshandlungen enthalten, die sie dann in der Anhörung von den beteiligten Wirtschaftsprüfern erläutert wurden. Die Anforderungen an einen verwertbaren Prüfungsbericht würden übersteigert, wenn darin jeder einzelne Analyseschritt detailgetreu dargestellt werden müsste.

- e. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind nicht geboten.
- (1) Es besteht namentlich kein Anspruch auf Vorlage der Planungsunterlagen der Gesellschaft und der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfer, weil die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind. Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In



diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie der Vertragsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B. II. 1. d. (1) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf



einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (2) Eine Verpflichtung zur Vorlage der prognostizierten Gesamtabsatzzahlen der Business Intelligence Unit für die Gesamtmärkte bis 2022 kann nicht bejaht werden, weil sich aus § 7 Abs. 7 SpruchG nicht ableiten lässt. Die Antragsgegnerin hat namentlich die Prognosen für die Märkte von fünf Ländern vorgelegt, in denen rund 70 % des Absatzes von MAN Truck & Bus erfolgen – Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Russland und Türkei. Angesichts dieses Volumens von 70 % konnten daraus bereits hinreichende Schlussfolgerungen gezogen werden. Abgesehen davon wurden diese internen Absatzzahlen ab 2018 ff. der Ermittlung des Ertragswerts nicht zugrunde gelegt. Aus ihnen kann daher nicht abgeleitet werden, inwieweit die Annahmen zur Ewigen Rente zutreffend sind oder nicht. Demgemäß fehlt es bereits an der erforderlichen Entscheidungserheblichkeit, nachdem die Ableitung der Zahlen für den Terminal Value auf anderen Kriterien beruhte. Abgesehen davon ist die Annahme einer Rezession, die nach Auffassung einiger Antragsteller anhand dieser Zahlen widerlegt werden soll, nach dem Ende der Detailplanungsphase so nicht zutreffend. Im Terminal Value wird ausgehend von der Existenz konjunktureller Schwankungen nicht auf den Werten



des Jahres 2017 aufgesetzt. Bei einem jährlichen preisbedingten Wachstum von 1 % wird entsprechend den obigen Ausführungen lediglich unterstellt, dass es konjunkturelle Aufschwung- ebenso wie Abschwungphasen gibt. Damit aber fehlt es auch aus diesem Grund an der Entscheidungserheblichkeit, weshalb eine weitergehende Vorlage ausscheiden muss.

2. Über andere Ansätze lässt sich eine höhere Abfindung als € 90,29 je Aktie nicht begründen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, der im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des beabsichtigten Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit einem Wert von € 79,08 je Stammaktie sowie € 73,39 je Vorzugsaktie ermittelt wurde.

(1) Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5



und § 305 Rdn. 24 c; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG München AG 2015, 508, 510 = ZIP 2015, 1166, 1167 f.; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

Diese Drei-Monatsfrist endete vorliegend am 8.1.2013, nachdem die Gesellschaft die Ad hoc-Mitteilung über den Abschluss des Unter-



nehmensvertrages mit der Antragsgegnerin am 9.1.2013 an die Kapitalmärkte publizierte.

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz ist hier nicht gerechtfertigt. Da die Hauptversammlung am 6.6.2013 stattfand, also knapp fünf Monate nach der Bekanntgabe an die Kapitalmärkte, lässt sich ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde, nicht annehmen (vgl. vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung der Höhe des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Angemessenheit der ermittelten Kompensationsleistungen sowie des Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfristen aus § 123 AktG für eine börsennotierte Aktiengesellschaft muss der hier gegebene Zeitraum von nicht einmal fünf Monaten angesichts der Größe der zu bewertenden Gesellschaft als im Rahmen des Üblichen angesehen werden. Soweit in einer jüngeren Studie für den vom Grundgedanken her vergleichbaren Squeeze out die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren Zeitraum eine Anpassung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409) kann dem nicht gefolgt werden. Auch wenn dieser Zeitraum der Durchschnitt sein mag, führt nicht jeder um wenige Tage – hier nicht einmal 25 – längere Zeitraum zur Annahme, es müsse eine Anpassung erfolgen. Dieser Ansatz über einen Durchschnitt berücksichtigt nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie insbesondere die Größe des zu bewertenden Unternehmens. Angesichts dessen muss mit der Rechtsprechung davon ausgegangen werden, dass jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten keinesfalls eine Hochrechnung erforderlich macht. Anderenfalls gingen auch die praktischen Vorteile, die mit der auf den Bekanntmachungszeitpunkt abstellenden Referenzperiode ver-





bunden sind, wieder verloren (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 833 = Der Konzern 2011, 427, 429; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09 – zit. nach juris; Bungert BB 2010, 2227, 2229; Bucker NZG 2010, 967, 970).

- (2) Der Kurs der  spielt für den hier anzusetzenden Börsenkurs keine Rolle, selbst wenn ein beherrschender Einfluss auf die MAN SE seit dem Übernahmeangebot bestanden haben sollte. Im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, waren die Mehrheitsverhältnisse auf den Kapitalmärkten längst bekannt. Dann aber konnte ein Aktionär bei seiner Deinvestitionsentscheidung nur einen Kurs erzielen, der von diesem Umstand des Vorhandenseins eines Großaktionärs wie der  beeinflusst ist.
- (3) Ebenso wenig können Analystenschätzungen „namhafter Bankhäuser“ eine abweichende Beurteilung des Börsenkurses rechtfertigen. Hier ist wiederum auf den Grundgedanken des Ansatzes des Börsenkurses als Mindestwert hinzuweisen. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages erlangt hätten. Die börsennotierten Aktien werden an der Börse gehalten und erfahren dort durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihrer Investitionsentscheidung orientieren. Namentlich Kleinaktionäre, die regelmäßig nicht über alle wertrelevanten Informationen verfügen, steht kein anderer Maßstab zur Verfügung, an dem sie den Wert dieses spezifischen Eigentumsobjekts "Aktie" messen könnten. Der Vermögensverlust, den ein Minderaktionär durch den Unternehmensvertrag erleidet, stellt sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts dar, der mit dem Börsenkurs



der Aktie regelmäßig identisch ist und die Untergrenze der vollen wirtschaftlichen Entschädigung bedeutet (vgl. grundlegend BVerfGE 100, 289, 307 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = BB 1999, 1778, 1781 = DB 1999, 1693, 1695 f. = JZ 1999, 942, 944 f. = DNotZ 1999, 831, 834 – DAT/Altana). Demgegenüber vermitteln Analystenschätzungen, auch wenn sie von renommierten Bankhäusern stammen, allenfalls Hoffnungen auf eine bestimmte Kursentwicklung, die sich realisieren können oder auch nicht. Eine durch Art. 14 Abs. 1 GG verfassungsrechtlich abgesicherte Rechtsposition lässt sich aus derartigen Schätzungen jedenfalls nicht ableiten; Chancen und Hoffnungen sind nicht durch das Eigentumsgrundrecht des Art. 14 Abs. 1 GG geschützt. Deshalb können sie auch keinen Anhaltspunkt für die Angemessenheit der Höhe der Entschädigung zum vollen Verkehrswert bieten.

- b. Die Höhe der Abfindung muss weder Vorerwerbspreise noch das öffentliche Erwerbsangebot aus dem Jahr 2011 berücksichtigen.
- (1) Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Hauptaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zahlt, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert



des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Vetter AG 1999, 569, 572; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514).

(2) Das Erwerbsangebot aus dem Jahr 2011 seitens der

lag zeitlich deutlich vor dem hier allein relevanten Stichtag der Hauptversammlung am 6.6.2013 und kann schon deshalb keine Rolle spielen (vgl. LG München I ZIP 2010, 1995, 1997 = Der Konzern 2010, 251, 253; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09).

- c. Die Planungen zu einem Stichtag Mitte 2010 sind für die Ermittlung des Ertragswerts zum Tag der Hauptversammlung am 6.6.2013 daher auch



aus diesem Grund ohne Bedeutung und müssen folglich mangels Entscheidungserheblichkeit auch nicht aufgrund von § 7 Abs. 7 SpruchG vorgelegt werden. Dies gilt selbst dann, wenn sich aus ihnen ergeben sollte, dass die Stammaktie zum Zeitpunkt des Pflichtangebots tatsächlich mehr als € 95 Wert gewesen sein sollte und deshalb die Organe der MAN SE die Ablehnung des Erwerbsangebotes empfohlen haben.

- d. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über die Zustimmung zu einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht um eine Enteignung handelt (vgl. allgemein BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 64 f.; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13).
- e. Eine unterschiedliche Festsetzung der Abfindung je nach Aktiengattung ist aus Rechtsgründen nicht angezeigt.

Auszugehen ist dabei vom Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre, wie er in § 53 a AktG normiert ist. Eine Schlechterstellung der Vor-



zugsaktionäre im Vergleich zu den Stammaktien lässt sich nicht rechtfertigen. Dabei kann sich die Minderbewertung der Vorzugsaktie nicht schon aus dem fehlenden Stimmrecht ergeben und trotz der Gewährung von Mehr- oder Vorzugsdividenden an der Börse niedriger notieren. Gerade der Börsenkurs erhellt indes, dass dem Stimmrechtsverlust keine zentrale Bedeutung zugemessen wird, wenn der Kurs der stimmrechtslosen Vorzugsaktien im maßgeblichen Referenzzeitraum um weniger als 10 % über dem Kurs der Stammaktien lag (vgl. OLG Karlsruhe NZG 2006, 670 f. = AG 2006, 463 f.; LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); a.A. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; Hachmeister/Ruthardt BB 2014, 427 ff.).

3. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG.
  - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 17.7.2013 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 11 zu § 320 b), war die Verzinsung ab dem 18.7.2013 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1331 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei dürfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigen-



tums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

### C.

Die zulässigen Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs sind jedoch nicht begründet. Unter Berücksichtigung der geänderten Marktrisikoprämie ergibt sich ein Ausgleich von € 3,44 brutto, was indes eine Erhöhung des Ausgleichs noch nicht nach sich ziehen kann.

1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.
  - a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ



156, 57; 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 54; ). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DAT/Altana; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., Rdn. 32 zu § 304). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleich als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 151, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind.



Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertrags-erwartungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichs-forderung durch Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes errech-net wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Auszugehen ist dabei von dem Wert zum insoweit von keinem der Betei-ligten in Frage gestellten Stichtag der Hauptversammlung am 6.6.2013.

- b. Der Verrentungszinssatz von 3,8 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. 2,798 % nach Steuern bedarf keiner Korrektur.

(1) Dabei kann nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfin-dung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risi-ko-freiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszins-satz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den ga-rantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisie-rungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, bei der die Minderheitsaktionä-re im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insol-venzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots aus-gesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz





ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannte betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabführungsvertrages erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 85; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207 ff.).

- (2) Vorliegend kann dieser Mischzinssatz allerdings nicht aus dem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich des hälftigen Risikozuschlages angesetzt werden, wie dies üblicherweise geschieht (vgl. OLG Frankfurt AG 2015, 504, 507; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09), weil dies den Besonderheiten der Vereinbarungen



im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der MAN SE und der Antragsgegnerin nicht gerecht würde.

- (a) Der auf unbestimmte Zeit abgeschlossene Unternehmensvertrag sieht in seiner Ziffer 5.6 nämlich vor, dass im Falle einer Beendigung des Vertrages durch Kündigung nach Ablauf der Annahmefrist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär berechtigt ist, seine zum Zeitpunkt der Beendigung des Vertrages gehaltenen MAN-Aktien zu dem Preis, der gegebenenfalls nach rechtskräftigem Abschluss eines Spruchverfahrens als angemessen festgesetzt wurde, zu veräußern, wobei eine Erwerbsverpflichtung der Antragsgegnerin besteht.

In dieser Situation aber ist – im Gegensatz zu den regelmäßig zu beobachtenden Vertragsgestaltungen, die eine derartige Regelung nicht aufweisen – das Risiko der Vertragsbeendigung angesichts des Wiederauflebens des Abfindungsanspruches begrenzt. Wenn es zu einer Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages kommen sollte, haben die außenstehenden Aktionäre dieses befristete Veräußerungsrecht, wodurch sich ihr Risiko im Wesentlichen auf das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin reduziert. Angesichts dieses Rechts werden sie – anders als im Regelfall – nicht gezwungen, Aktionär der Gesellschaft zu bleiben und auf Dividenden einer Societas Europaea angewiesen zu sein, die nach aufgrund von § 308 AktG zu befolgenden Weisungen nicht mehr die Ertragskraft hat wie im Zeitpunkt der Zustimmung der Hauptversammlung zu dem Unternehmensvertrag. Somit sind die Aktionäre vor den Folgen einer „Ausplünderung“ der Gesellschaft in hohem Maße geschützt, weil sie im Falle einer Kündigung dann die Abfindung so verlangen können, als hätten sie nie den Ausgleich bezogen. Folglich tragen die den Ausgleich wählenden Aktionäre im Wesentlichen nur das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin.



Dieses ist indes angesichts der Patronatserklärung die von der  
abgegeben wurde, im Wesentlichen mit dem  
der identisch. Angesichts dessen bestehen  
keine grundlegenden Bedenken, wenn dieses Zahlungsausfall-  
risiko für die Aktionäre aus dem Ausfallrisiko der  
abgeleitet wird. Selbst bei einem Beherrschungs- und Ge-  
winnabführungsvertrag, in dem der Abfindungsanspruch nicht  
wieder aufleben soll, wird in der Literatur darauf hingewiesen,  
das Risiko der Ausgleichszahlung gleiche eher dem einer In-  
dustrieanleihe, bei der aber nicht einmal die Verlustübernah-  
mepflicht der herrschenden Gesellschaft bestehe. Der Unter-  
schied der dann möglichen anderen Risikostruktur nach dem  
Ende eines Unternehmensvertrages wird dabei gesehen, wes-  
halb ein Zinssatz zwischen dem Zinssatz für risikolose Anlagen  
und dem risikobehafteten Kapitalisierungszinssatz gewählt  
werden muss (vgl. Maul DB 2002, 1423, 1425).

- (b) Wenn sich ein Aktionär für den Verbleib im Unternehmen ent-  
scheidet, kann dann aber zur Bewertung des Risikos der Aus-  
gleichszahlung auf die am Markt zu beobachtenden Spreads  
von Unternehmensanleihen der abgestellt  
werden, weil diese in erster Linie das verbleibende Insolvenzri-  
siko abbilden und das Auszehrungsrisiko durch die nachträgliche  
Wahl der Abfindung kompensiert wird (vgl. OLG Frankfurt  
AG 2012, 513, 517 = ZIP 2012, 124, 132 f.; LG Berlin, Be-  
schluss vom 23.4.2013, Az. 102 O 134/06 AktG).
- (aa) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz über die von einer  
100 %igen Tochtergesellschaft der emittierten  
Anleihe mit langen Laufzeiten, nachdem der Be-  
herrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hier nicht be-  
fristet abgeschlossen wurde und eine Kündigung erstmals



zum Ende des Geschäftsjahres möglich ist, dass mindestens fünf Jahre nach dem Beginn des Geschäftsjahres der MAN SE endet, für das der Ausgleich der Antragsgegnerin nach den vertraglichen Vereinbarungen wirksam wird. Ansonsten kann es nur zu einer außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund kommen. Bei einer im März 2013 ausgegebenen Anleihe der

mit einer Laufzeit von 20 Jahren bis zum 20.3.2033 betrug der Spread dieser Anleihe zu Laufzeitgleichen sicheren Bundesanleihen bis zu 130 Basispunkten. Dann aber ist es sachgerecht, wenn dieser Wert angesetzt wird. Dieser spiegelt nämlich das vergleichsweise geringe Insolvenzrisiko der wider, deren Ausblick von Ratingagenturen mit „stabil“ eingestuft wird. Zudem kann nicht verkannt werden, dass mit dem ein wesentlicher Aktionär dieser Gesellschaft über eine Sperrminorität verfügt, wobei dieser Aktionär ein massives Interesse daran hat, Arbeitsplätze zu erhalten und demgemäß eine Insolvenz des größten Arbeitgebers der Region tunlichst zu vermeiden gedenkt.

- (bb) Die hiergegen vorgebrachten Einwände überzeugen nicht. Diesem Ansatz kann vor allem nicht der höhere Risikozuschlag der MAN SE entgegengehalten werden, weil es gerade nicht um das operative Geschäft und Risiko dieser Gesellschaft geht, deren Risiko über den angesetzten Risikozuschlag beim Ertragswert zu bewerten ist.

Das Risiko der Aufhebung des Unternehmensvertrages nach § 296 AktG muss als denkbar gering eingeschätzt werden, da dieses ohnehin nicht einseitig erfolgen kann, sondern nur durch eine vertraglicher Vereinbarung. Eine



derartige Aufhebung des Unternehmensvertrages setzt indes aufgrund der ausdrücklichen Regelung in § 296 Abs. 2 Satz 1 AktG einen Sonderbeschluss der außenstehenden Aktionäre voraus. Von der Teilnahme an diesem Sonderbeschluss sind allerdings von der Obergesellschaft abhängige Aktionäre ebenso ausgeschlossen wie Aktionäre, die die Obergesellschaft beherrschen oder als Treuhänder Aktien für diese halten (vgl. OLG Nürnberg AG 1996, 228, 229; LG Essen AG 1995, 189, 190 f.; Altmeyen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 295 Rdn. 45 f.; Langenbucher in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 23 ff.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 12; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 24; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 295 Rdn. 30; im Ergebnis auch Pentz AG 1996, 97, 109, wobei dieser von einem Stimmrechtsverbot ausgeht).

Der Fall der Auflösung der Gesellschaft nach § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG ist angesichts der Aktionärsstruktur mit dem Land Niedersachsen als über eine Sperrminorität verfügendem Aktionär der und dem Interesse am Fortbestand des größten Arbeitgebers der Region gleichfalls eher theoretischer Natur.

Zwar ist die Gefahr eines Squeeze out nicht auszuschließen. Andererseits rechtfertigt dieses Risiko nicht die Annahme, es müsse ein deutlich höherer Zinssatz angesetzt werden, zumal im Zeitpunkt einer Bewertung bei einem Squeeze out dann die angestrebten Synergien aus dem integrierten in die Berechnung des Ertragswertes einfließen könnten.



- (c) Angesichts der Feststellungen im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfungsbericht hat die Kammer keinen Anlass zu Zweifeln an der Richtigkeit des Spreads der Industriefinanzierung aus dem [redacted] im Vergleich zu ebenso langlaufenden Bundesanleihen. Das Erfordernis der Beobachtung der Geschehnisse bei einer Gesellschaft, deren Aktionär man ist, um die Frist von 2 Monaten nach der Eintragung der Beendigung des Unternehmensvertrages in das Handelsregister zu wahren, überfordert einen durchschnittlich interessierten Aktionär nicht, zumal sich diese Frist an den gesetzlichen Vorgaben aus § 305 Abs. 4 AktG orientiert.
- (d) Soweit eine Reihe von Antragstellern auf im Monat Mai 2015 publizierte Medienberichte hinweist, denen Absichten der [redacted] zu entnehmen sein sollen, bei der MAN SE bereits Verlagerungen ihrer Assets auf die Antragsgegnerin oder andere Gesellschaften des [redacted] zu veranlassen, kann dies im Rahmen dieses Spruchverfahrens keine Bedeutung gewinnen. Abgesehen davon, dass die Antragsgegnerin den Inhalt dieser Zeitungsberichte als jedenfalls so nicht zutreffend bestritten hat, besteht ein Schutz der Minderheitsaktionäre vor der Auszehrung bereits durch den aktuellen geschuldeten Ausgleich mit seiner Funktion als Ersatz für die Dividende, während der gesamten Laufzeit des Vertrages. Im Falle einer Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages stehen die außenstehenden Aktionäre der MAN SE ebengerade nicht schutzlos da, weil sie dann die Veräußerung ihrer Aktien an die Antragsgegnerin gegen die festgelegte Barabfindung verlangen können. Das Verfolgen entsprechender Veröffentlichungen stellt sich nicht als unzumutbar dar.





Unternehmenswert zum 6. Juni 2013 (in Mio. €)	5.141	8.135	13.276
Anzahl Aktien (Stämme und Vorzüge)	147.040.000	147.040.000	147.040.000
<b>Unternehmenswert pro Aktie (in €)</b>	<b>34,96</b>	<b>55,32</b>	<b>90,29</b>
<b>Jährliche Ausgleichszahlung pro Aktie nach persönlicher Einkommensteuer und nach KSt, SolZ (in €), verrentet mit 2,614 %</b>	<b>0,91</b>	<b>1,45</b>	<b>2,36</b>
zuzüglich persönlicher Einkommenssteuer 26,375 %	0,33	0,52	0,85
<b>Jährliche Nettoausgleichszahlung pro Aktie vor persönlicher Einkommensteuer und nach KSt, SolZ (in €)</b>	<b>1,24</b>	<b>1,96</b>	<b>3,21</b>
zuzüglich KSt und SolZ 15,825 %	0,23	-	0,23
<b>Jährliche Bruttoausgleichszahlung pro Aktie vor persönlicher Einkommensteuer und vor KSt, SolZ (in €)</b>	<b>1,47</b>	<b>1,96</b>	<b>3,44</b>

2. Allerdings rechtfertigt dies nicht eine Erhöhung der auf € 3,30 brutto festgesetzten Ausgleichszahlung. Der Wert von € 3,44 brutto liegt um 4,24 % höher als der im Vertrag festgesetzte Wert von € 3,30 brutto; bei den Nettobeträgen würde sich die Erhöhung auf 4,56 % belaufen. Dies befindet sich noch im Rahmen zulässiger Bandbreiten.

Die Ermittlung eines Unternehmenswerts beruht gemäß § 287 Abs. 2 ZPO auf einer Schätzung. Dabei ist es nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts der Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeiten vom Gericht nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (in diese





Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puskajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Bei der vorliegend gegebenen Abweichung kann folglich nicht als unangemessen angesehen werden; eine Erhöhung des von der Hauptversammlung beschlossenen Ausgleichs kann folglich nicht stattfinden.

#### D.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten beruht auf § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG a.F., nachdem diese Regelungen aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG noch anwendbar sind. Der erste Antrag ging am 24.7.2013 und damit noch vor dem Inkrafttreten des GNotKG am 1.8.2013 beim Landgericht München I ein.
  - (1) Hinsichtlich der Gerichtskosten musste bezüglich der Antragsteller zu 94) und zu 95) § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zur Anwendung gelangen. Insoweit entspricht dies der Billigkeit, diesen beiden Antragstellern die Gerichtskosten anteilig aufzuerlegen, soweit sich diese nach der KostO bemessen. Ihr Antrag war von Anfang an offensichtlich unzulässig gewesen; in diesen Fällen können die Gerichtskosten dem betreffenden Antragsteller auferlegt werden (vgl. LG München I, Beschluss vom 26.4.2014, Az. 5 HK O 6680/10; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 15 Rdn. 11; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21).



- (2) Hinsichtlich aller anderen Antragsteller muss es bei der Grundregel des § 15 Abs. 2 Satz 1 AktG verbleiben, wonach die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen hat. Vorliegend kam es zu einer Erhöhung der Abfindung; eine Erhöhung des Ausgleichs blieb nur mit Blick auf die Bandbreite angemessener Werte nach einer umfangreichen Anhörung aus. In Bezug auf den Antragsteller zu 125) war trotz der Rücknahme keine Kostentragungspflicht auszusprechen, weil sein zurückgenommener Antrag zunächst zweifelsohne zulässig war und er wegen der erfolgten Veräußerung selbst das Verfahren nicht fortführen wollte. Hinsichtlich des zurückgenommenen Antrags des Antragstellers zu 122) hat die Antragsgegnerin zugesichert, keinen Kostenantrag zu stellen, weshalb eine Auferlegung der Gerichtskosten auf den Antragsteller zu 122) unbillig wäre.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht.
- (1) Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung einer der beiden maßgeblichen Kompensationsleistungen kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit ein erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung des Ausgleichs führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des



Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., §. 15 SpruchG Rdn. 20 f.). Wenn es wie hier jedenfalls bei einer der beiden Kompensationsleistungen eines Ergebnisabführungsvertrages zu einer Erhöhung um ca. 11,5 % kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Dies gilt auch, wenn der Ausgleichsbetrag nicht verändert wurde, weil die Antragsteller erfolgreich Rügen in Richtung auf die Abfindung erhoben haben; auch wenn diese nicht zu einer Erhöhung des Ausgleichs führen, kann dies angesichts des strukturellen Informationsgefälles, wie es sich in einem Spruchverfahren zwischen den Minderheitsaktionären und der Antragsgegnerin als nunmehr herrschender Gesellschaft darstellt, eine Kostenaufteilung nicht rechtfertigen.

- (3) Infolge der Unzulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 94) und zu 95) sowie der Antragsrücknahme der Antragsteller zu 122) und zu 125) kann sich der Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin jedoch nicht auf diese Antragsteller beziehen. Andererseits sind diese Antragsteller auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf die Antragsteller, die ihre Anträge zurückgenommen haben, besteht trotz der Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).



2. Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift des § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG ebenfalls noch Anwendung findet. Der Erhöhungsbetrag der Abfindung beläuft sich auf € 9,30. Da nach Mitteilung der Antragsgegnerin etwa 38 Mio. außenstehende Aktien betroffen sind, greift die Deckelung des Geschäftswerts auf € 7,5 Mio. ein. Dieser Wert bildet auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Festsetzung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.

### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

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

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