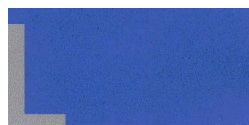


Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung anlässlich der
beabsichtigten Beschlussfassung zur Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre
der
Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG,
Borken (Hessen)
auf die
Park-Bau Hessen in Borken KG,
Borken (Hessen)

Ablichtung/Ansichtsexemplar des im Original vorliegenden Berichts. Maßgeblich ist ausschließlich die in gebundener Form vorliegende Fassung sowie die im Original gesiegelte und unterzeichnete Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung. Der elektronische wie der gebundene Bericht richtet sich unbeschadet eines etwaigen, gesetzlich begründeten Rechts Dritter zum Empfang oder zur Einsicht ausschließlich an Organe des Unternehmens. Eine Weitergabe an Dritte ist grundsätzlich nicht gestattet, es sei denn, wir haben der Weitergabe im Rahmen der Auftragsvereinbarung ausdrücklich zugestimmt.



PROF. DR. LUDEWIG U. PARTNER GMBH
WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT
KASSEL

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	II
Abbildungsverzeichnis.....	IV
1. Auftrag und Auftragsdurchführung.....	1
1.1 Auftrag.....	1
1.2 Auftragsdurchführung.....	2
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c, § 293e AktG.....	6
2.1 Übertragungsbeschluss.....	6
2.2 Bericht des Hauptaktionärs.....	7
2.3 Prüfungsbericht.....	7
3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode.....	8
3.1 Allgemeines.....	8
3.2 Bewertungsgrundsätze.....	9
3.2.1 Ertragswert.....	9
3.2.2 Liquidationswert.....	11
3.2.3 Substanzwert.....	12
3.2.4 Börsenwert.....	12
3.2.5 Vergleichsorientierte Bewertung.....	13
3.3 Ergebnis.....	14
4. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.....	14
4.1 Bewertungsobjekt.....	15
4.2 Bewertungsstichtag.....	16
4.3 Ertragswert.....	17
4.3.1 Analyse der Vergangenheitsergebnisse.....	17
4.3.2 Planungsrechnung.....	18
4.3.2.1 Planungsprozess.....	18
4.3.2.2 Operative Planung.....	21
4.3.2.3 Unternehmenssteuern, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung.....	22
4.3.3 Kapitalisierungszinssatz.....	22
4.3.3.1 Basiszinssatz.....	23
4.3.3.2 Risikozuschlag.....	24
4.3.3.3 Wachstumsabschlag.....	36
4.3.3.4 Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes: Zusammenfassung.....	37

4.3.4 Ertragswertberechnung	38
4.3.4.1 Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung	38
4.3.4.2 Veräußerungsgewinnbesteuerung	39
4.3.4.3 Kapitalisierung der Nettozuflüsse	40
4.4 Sonderwerte.....	40
4.5 Unternehmenswert.....	41
4.6 Börsenkurs.....	41
4.7 Vergleichsorientierte Bewertung	45
4.8 Sensitivitäten	46
4.9 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung.....	47
5. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	47
6. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.....	48
Anlage I	VII
Anlage II	VIII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Beteiligungsverhältnisse der Elikraft AG (Quelle: acp Treuhand GmbH)	15
Abbildung 2: Plan–Gewinn– und Verlustrechnung	19
Abbildung 3: Ergebnis vor Ertragssteuern.....	22
Abbildung 4: Unternehmenssteuern und nachhaltiges Ergebnis	22
Abbildung 5: Branchenbetas Energie (1 Jahr)	32
Abbildung 6: Branchenbetas Energie (2 und 5 Jahre).....	32
Abbildung 7: Branchenbetas Immobilien (1 Jahr).....	33
Abbildung 8: Branchenbetas Immobilien (2 und 5 Jahre).....	33
Abbildung 9: Branchenbetafaktoren nach Unternehmen (Immobilien).....	33
Abbildung 10: Branchenbetafaktoren nach Unternehmen (Energie).....	34
Abbildung 11: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Berlin.....	43
Abbildung 12: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Stuttgart.....	43
Abbildung 13: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Hamburg	44
Abbildung 14: Kursentwicklung Elikraft Aktie im Durchschnitt.....	44
Abbildung 15: Kursentwicklung Elikraft Aktie im Vergleich zum DAX.....	45

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

1.1 Auftrag

- 1 Auf Verlangen des Hauptaktionärs

Park–Bau Verwaltung Borken in Hessen KG, Borken (Hessen),

(im Folgenden auch: Park–Bau Hessen)

soll die außerordentliche Hauptversammlung der

Elektrische Licht– und Kraftanlagen Aktiengesellschaft, Borken (Hessen),

(im Folgenden auch: Elikraft oder Elikraft AG)

voraussichtlich am 24. Mai 2019 gemäß § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

- 2 Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählt und bestellt.
- 3 Das Landgericht Frankfurt am Main hat uns auf Antrag der Park–Bau Hessen ausgewählt und mit Beschluss vom 11. Dezember 2018 gemäß §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt. Wir bestätigen analog § 321 HGB, dass wir anlässlich unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

1.2 Auftragsdurchführung

- 4 Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1 i. D. F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet. Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsführung der Park–Bau Hessen der sachverständigen Unterstützung durch acp Treuhand GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, bedient, die hierzu eine gutachterliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.
- 5 Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von der Geschäftsführung der Park–Bau Hessen und dem Vorstand der Elikraft AG jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.
- 6 Wir haben unsere Prüfung in den Geschäftsräumen der Elikraft AG in Borken–Dillich sowie in unserem Büro in Kassel durchgeführt und am 11. April 2019 abgeschlossen. Ausgehend von einem ersten Entwurf des Bewertungsgutachtens haben wir dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters acp Treuhand durchgeführt. Zwischenergebnisse zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts haben wir nachfolgend geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.
- 7 Eingehende Besprechungen mit dem Bewertungsgutachter bzw. Vertretern der acp Treuhand fanden insbesondere am 4. Januar, 7. Februar und 8. April 2019 statt.

- 8 Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums weitere Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.
- 9 Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch erfahrene Prüfungsassistenten unterstützt.
- 10 Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (11. April 2019) und der voraussichtlichen Beschlussfassung der Hauptversammlung der Elikraft AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär voraussichtlich am 24. Mai 2019 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der Elikraft AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung dafür ergänzend zu berücksichtigen.
- 11 Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse und Lageberichte, die Konzernjahresabschlüsse und Konzernlageberichte oder die Geschäftsführung der Elikraft AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte bzw. der Konzernjahresabschlüsse und der Konzernlageberichte der Elikraft AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer bestätigt worden.
- 12 Für die Durchführung des Auftrags und unserer Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage II beigefügt sind.
- 13 Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Informations- und Entscheidungsgrundlage für die am Squeeze Out der Elikraft AG beteiligten Parteien sowie für das

uns bestellende Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den Minderheitsaktionären der Elikraft AG in Kopie zur Verfügung gestellt werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden.

- 14 Die Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG hält ausweislich eines Depotauszugs der Quirin Privatbank AG, Bremen, mit dem Stichtag vom 08. April 2019 unmittelbar 213.820 der insgesamt 225.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Elikraft AG. Der Anteil der Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG an der Elikraft AG bestimmt sich nach dem Verhältnis der ihr gehörenden Zahl der Aktien zur Gesamtzahl der Aktien. Dementsprechend beträgt der Anteil der Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG an dem stimmberechtigten Grundkapital der Elikraft AG rd. 95,03 %.
- 15 Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:
- Entwurf des Übertragungsberichts der Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Elikraft AG auf die Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung (im Folgenden auch „Übertragungsbericht“)
 - Gutachterliche Stellungnahme von acp Treuhand zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Elikraft AG vom 28. Februar 2019 (einschließlich vorangegangener Entwürfe)
 - Berichte von Dr. Stückmann und Partner mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Bielefeld über die Prüfungen von Jahresabschluss und Lagebericht der Elikraft AG für die Geschäftsjahre 2016 bis 2017
 - Bericht der Prof. Dr. Ludewig und Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Kassel, über die Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht der Elikraft AG für das Geschäftsjahr 2015

- Berichte von Dr. Stückmann und Partner mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Bielefeld über die Prüfungen von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der Elikraft AG für die Geschäftsjahre 2016 und 2017
 - Bericht der Prof. Dr. Ludewig und Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Kassel, über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der Elikraft AG für das Geschäftsjahr 2015
 - Hochrechnung für das Jahr 2018 sowie Planungsrechnung der einzelnen Bereiche der Elikraft AG für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022 sowie zu Grunde liegende Planannahmen
 - Satzung der Elikraft AG in der Fassung vom 27. Juni 2013
 - Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats bzw. Beschlussfassungen des Aufsichtsrats der Elikraft AG
 - Handelsregisterauszug der Elikraft AG vom 11.04.2019
 - Öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.
- 16 Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Hauptaktionärin.

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

2.1 Übertragungsbeschluss

- 17 Nach § 327a Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese Festlegung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.
- 18 Nach § 327a Abs. 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, dass dem Hauptaktionär mindestens 95 % der Anteile am Grundkapital der Elikraft AG gehören. Das Grundkapital der Elikraft AG in Höhe von 5.752.033,66 EUR ist eingeteilt in 225.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem Anteil am Grundkapital von je 25,56 EUR. Eigene Anteile der Elikraft AG bestehen nicht. Zum 8. April 2019 verfügte der Hauptaktionär auskunftsgemäß über 213.820 Aktien bzw. rund 95,03 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 327a AktG.
- 19 Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Elikraft AG gehen gemäß § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Elikraft AG kraft Gesetz und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär, die Park-Bau Hessen, über.
- 20 Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Elikraft AG nach § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, die ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

2.2 Bericht des Hauptaktionärs

- 21 Der Hauptaktionär der Elikraft AG hat der Hauptversammlung gemäß § 327c Abs. 2 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.
- 22 Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir die vorgelegte gutachterliche Stellungnahme (vgl. Anlage 1 zum Entwurf des Übertragungsberichts) einschließlich der in Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen der acp Treuhand zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

2.3 Prüfungsbericht

- 23 Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e, § 327c Abs. 2 AktG schriftlich über das Ergebnis der nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.
- 24 Der Schwerpunkt liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Wir hatten zu beurteilen, ob die vom Hauptaktionär – hier der Park-Bau Hessen – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob zugrunde gelegte Daten und Zukunftsschätzungen plausibel sind.

25 Nach § 293e Abs. 1 AktG, § 327c Abs. 2 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind. Dabei ist anzugeben:

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

3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

3.1 Allgemeines

26 Für die Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung relevant, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs zu verwenden ist.

27 In dem Bewertungsgutachten der acp Treuhand wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung derzeit als gesichert gelten und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i. d. F. 2008) niedergelegt sind. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen.

- 28 Nach Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von acp Treuhand erstellte Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären aus dem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt gemäß IDW S1 einen intersubjektiv nachprüf- baren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ergibt.
- 29 Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (vgl. IDW S 1, Tz. 31).

3.2 Bewertungsgrundsätze

3.2.1 Ertragswert

- 30 Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließ- lich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unterneh- men (bzw. Unternehmensanteile) verbundenen Nettozuflüsse. Dieser Zukunftser- folgswert ergibt sich aufgrund der frei verfügbaren (=entziehbaren) finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger Ver- mögensteile. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert.
- 31 Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftser- folgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow- Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der

- Elikraft AG von acp Treuhand nach dem in der Praxis in Deutschland verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101), hat der Bewertungsgutachter auf eine zusätzliche Ableitung des Unternehmenswerts nach einem Discounted–Cashflow–Verfahren verzichtet.
- 32 Ertragswertverfahren wie Discounted–Cashflow–Verfahren sind mit Unsicherheiten verbunden. Deshalb kann auch das vorliegende Gutachten von acp Treuhand einen „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht ermitteln (vgl. BVerfG, 24 Mai 2012, 1 BvR 3221/10, OLG München, 14 Juli 2009, 31 Wx 121/06). Prognostische Schätzungen und methodische Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits–, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich.
- 33 Gemäß IDW S 1, Tz. 35, ist bei Ermittlung objektiver Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des bestehenden dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zu Verfügung stehen.
- 34 Im Rahmen der Planungsphasen für die Ableitung prognostischer Ergebnisse ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. Die Annahme einer kapitalneutralen Anlage gemäß IDW S 1 kann im Rahmen einer Bewertung auch wertgleich durch eine unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden.
- 35 Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind Steuerbelastungen der Anteilseigner auf Dividenden sowie die vom Anteilseigner realisierten Veräußerungsgewinne aus dem Unternehmen zu berücksichtigen.

sichtigen. Für Dividendenzahlungen gilt dies nur insoweit, wie diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.

3.2.2 Liquidationswert

- 36 Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (vgl. IDW S 1, Tz 5).
- 37 Nach der Rechtsprechung ist der Liquidationswert nur dann relevant, wenn die dokumentierte Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren oder die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (vgl. BGH, 18. September 2006, AG 2006, S. 887 – 889, WP-Handbuch 2014, Bd. II, Abschnitt A Tz. 490). Beides ist hier nicht gegeben. Die Ertragsaussichten der Elikraft AG sind nicht dauerhaft negativ und Liquidationsabsichten sind nicht gegeben. Daher stellt der Liquidationswert für die Anteile der Elikraft AG keinen Mindestwert dar.
- 38 Eine überschlägige Ableitung des Liquidationswerts je Aktie ergab außerdem, dass dieser aufgrund von Liquidationskosten unterhalb der angebotenen Barabfindung liegt.
- 39 Wir halten hier die Argumentation des Bewertungsgutachters acp Treuhand zur überschlägigen Ableitung für nachvollziehbar und plausibel:
- Die erzielbaren Veräußerungspreise von Parkhaus-/Gewerbeimmobilie und Wasserkraftwerken könnten bei kurzfristigem Veräußerungszwang unter den Buchwerten liegen

- Die Forderungen gegen die Park–Bau Hessen, die mit rund EUR 10 Mio. nahezu die Hälfte der Konzernbilanzsumme ausmachen, sind nicht kurzfristig realisierbar
 - Bei der Bewertung der Pensionsverpflichtungen sind gegenüber den bilanzierten Werten bei Veräußerung/Übertragung zu marktüblichen Zeitwerten stille Lasten anzunehmen
 - Bei Beendigung der (überwiegend langfristig bestehenden) Arbeitsverhältnisse wären Abfindungen als Liquidationskosten zu zahlen.
- 40 Im Ergebnis ist plausibel anzunehmen, dass der Liquidationswert unter der angebotenen Barabfindung liegt.

3.2.3 Substanzwert

- 41 Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (vgl. IDW S 1, Tz. 6). Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

3.2.4 Börsenwert

- 42 Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner Entscheidung vom 27. April 1999 (vgl. AG 1999, S. 566 ff) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung von Abfindung u. a. im Falle der Eingliederung hervorgehoben, wobei die Entscheidung nach herrschender Meinung sowie Rechtsprechung des BGH (vgl. 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629, 630) auch auf Squeeze Outs Anwendung findet.
- 43 Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, gilt nicht unbedingt. Eine Unterschreitung des Börsenkurses

kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs (ausnahmsweise) nicht den Verkehrswert widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengung der einzelne Aktionär tatsächlich nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist (vgl. OLG Düsseldorf, 4. Oktober 2006, 26 W 7/06, DB 2006, S. 2391, 2395).

- 44 Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (vgl. II ZR 18/09, AG 2010, 629 ff.) ist außerdem der zu Grunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraums vor Bekanntgabe des Abfindungsanlasses zu errechnen.

3.2.5 Vergleichsorientierte Bewertung

- 45 Die Bewertungspraxis verwendet neben den Kapitalwertkalkülen auch Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte oder zu Plausibilisierungen. Dieses Konzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße (Basiskennzahl) ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichbaren Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.
- 46 Derartige Multiplikator-Bewertungen sind Vereinfachungen der Bewertung, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1, Tz. 143: kritisch: OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, OLG Frankfurt 15. Februar 2010, 5 W 52/09).

- 47 Wir haben die Anwendbarkeit der Multiplikator-Bewertung anhand eigener Überlegungen plausibilisiert. Als Ergebnis ist festzustellen, dass sich hierdurch an der Beurteilung der Angemessenheit des Unternehmenswerts, wie durch den Gutachter acp Treuhand abgeleitet, nichts ändert.

3.3 Ergebnis

- 48 Zusammengefasst halten wir die vorgenommene Ermittlung des Unternehmenswerts unter Ertragswertgesichtspunkten zur Ableitung der angebotenen Barabfindung grundsätzlich für angemessen im Sinne des § 327a AktG.
- 49 Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswerts zur Ermittlung eines Ausgangspunktes für die Festlegung der Barabfindung entfällt im Übrigen die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

4. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

- 50 Die im Abschnitt 3. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen im Einzelfall zu korrigierenden Rahmen. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der Elikraft AG haben wir uns überzeugt.
- 51 Der Unternehmenswert der Elikraft AG wurde vom Bewertungsgutachter (vgl. Anlage 1 des Entwurfs des Übertragungsberichts) unter Heranziehung des Ertragswerts abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der Elikraft AG angemessen in einem unternehmensbezogenen Bewertungsmodell ab.

52 Die konkrete Durchführung der Bewertung haben wir insbesondere bei der Ableitung der ausschüttbaren finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

4.1 Bewertungsobjekt

53 Unsere Prüfung bezieht sich auf den vom Gutachter – acp Treundhand – ermittelten Unternehmenswert der Elikraft AG, der als Maßgabe für die Festlegung der Barabfindung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär der Elikraft AG dienen soll. Bewertungsobjekt ist die Elikraft AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen.

54 Die Beteiligungsverhältnisse der Elikraft AG lassen sich wie folgt darstellen:

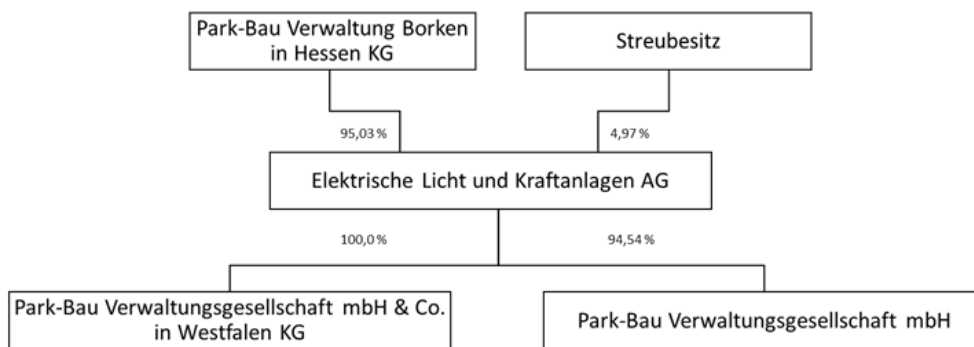


Abbildung 1: Beteiligungsverhältnisse der Elikraft AG (Quelle: acp Treuhand GmbH)

55 Die Geschäftstätigkeit der Elikraft AG umfasst satzungsgemäß die Erzeugung, die Beschaffung und den Vertrieb von Energie sowie deren Übertragung. Daneben ist die Errichtung, der Erwerb und der Betrieb von Anlagen aller Art gestattet. Die Elikraft AG kann Dienstleistungen, Kooperationen und Beteiligungen jeglicher Art vornehmen. Als weiteres Kerngeschäft ist insbesondere die An- und Vermietung

sowie die Verwaltung und die Veräußerung von Parkhäusern und Parkräumen anzusehen.

- 56 Die Elikraft betreibt zwei Wasserkraftwerke an der Lahn in Diez und in Kirschhofen. Das Wasserrecht in Kirschhofen ist bis 2020 festgeschrieben, das Wasserrecht in Diez bis 2024. Beide Rechte stehen anschließend zur Verlängerung an. Über die Tochtergesellschaft Park-Bau Verwaltungsgesellschaft mbH verwaltet die Elikraft außerdem Parkgaragen und damit in Zusammenhang stehende Gewerbeflächen. Die Tochtergesellschaft Park-Bau Verwaltungsgesellschaft mbH & Co. in Westfalen KG hat ein Parkhaus mit 440 Einstellplätzen und langfristig vermietete Gewerbeflächen mit insgesamt 2.800 m² in Herford-Radewig im Eigentum.
- 57 Im vorliegenden Fall kommen grundsätzlich zwei Bewertungsmethoden in Betracht. Zum einen ein Dividendenstrommodell, bei dem Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen auf Ebene der Muttergesellschaft erfasst werden. Zum anderen der „Sum-of-the-Parts“ Ansatz. Hier wird jedes Unternehmen einzeln bewertet und anschließend durch Addition der Einzelwerte der Unternehmenswert festgelegt.
- 58 Der Bewertungsgutachter acp Treuhand hat die Bewertung der Elikraft AG nach dem Dividendenstrommodell vorgenommen. Das Modell wurde insoweit modifiziert, dass konsolidierte Planergebnisse verwendet wurden und durch die Konsolidierung faktisch die Ergebnisse der Beteiligungen in Form ihrer Erträge und Aufwendungen berücksichtigt worden sind. Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht.

4.2 Bewertungstichtag

- 59 Da zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens das Datum der außerordentlichen Hauptversammlung der Elikraft AG – auf der gemäß § 327a Abs 1 AktG der Beschluss zur Übertragung der Anteile auf die Park Bau Hessen gefasst

werden soll – noch nicht feststand, wurde als technischer Bewertungsstichtag der 01. Januar 2019 gewählt. Wenn im Zeitraum zwischen 01. Januar 2019 und dem Tag der Hauptversammlung wertrelevante Sachverhalte bekannt werden, müssen diese überprüft und bei Bedarf berücksichtigt werden.

4.3 Ertragswert

4.3.1 Analyse der Vergangenheitsergebnisse

- 60 Ausgehend von den festgestellten (2016, 2017) bzw. vorläufigen/hochgerechneten (2018) Jahres-/Konzernabschlüssen der Elikraft AG wurden die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge soweit aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen. Für die Vergangenheitsanalyse standen uns die geprüften Jahresabschlüsse der Elikraft AG für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 zur Verfügung. Auf dieser Basis haben wir die Analyse des Bewertungsgutachters einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.
- 61 Die Vorgehensweise dient der Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und der Beurteilung der Planungsrechnung.
- 62 Das Bewertungsgutachten von acp Treuhand enthält Bereinigungen und Umgliederungen der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung um außerordentliche und periodenfremde Posten.
- 63 Die Bereinigungen betreffen im Wesentlichen die folgenden Sachverhalte:
- Einmalige Strafzahlungen, auferlegt durch die Börsenaufsicht in 2017
 - Einmalige Versicherungszahlungen für Schadenersatz in 2018
- 64 Die Umgliederung betrifft im Wesentlichen die folgenden Posten:
- Sonstige betriebliche Erträge und Umsatzerlöse

65 Wir haben die Bereinigungen und Umgliederungen der Konzern–Gewinn– und Verlustrechnung wie vorgelegt übernommen und sehen diese als plausibel und angemessen für die Beurteilung zukünftiger nachhaltiger Ergebnisse an.

4.3.2 Planungsrechnung

4.3.2.1 Planungsprozess

66 Die Planung der Elikraft AG umfasst eine Konzernplanungsrechnung, die sich auf den Zeitraum von drei Jahren erstreckt und die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 (Bilanz, Gewinn– und Verlustrechnung) sowie den Beginn der ewigen Rente 2022 umfasst.

67 Der Prozess der Planungserstellung erfolgte auf Basis der Vergangenheitswerte und eines statischen Geschäftsmodells durch einfache Fortschreibung.

68 Es ist anzumerken, dass das negative Jahresergebnis im Jahr 2018, welches im Wesentlichen aus Instandhaltungsmaßnahmen resultiert, sich nicht in den Planzahlen für die Jahre 2019 bis 2021 fortgeschrieben widerspiegelt. Gleiches gilt für die wetterbedingten negativen Entwicklungen betreffend der Stromerzeugung aus Wasserkraft in 2018. Es ist vorstellbar, dass es in den nächsten Jahren zu ähnlichen Ereignissen kommt, die zu Jahresergebnissen führen, welche in Ihrer Bandbreite unter den geplanten Ergebnissen liegen. Aufgrund der in der betriebswirtschaftlichen Abbildung insgesamt statischen Ertragsquellen der Elikraft AG sind ohne ein Investitionsprogramm keine Ergebnissteigerungen anzunehmen, so dass höhere Ergebnisse auf Basis des betrieblichen status quo nicht zu erwarten sind.

69 Zu den einzelnen Positionen der Plan–Gewinn– und Verlustrechnung sind folgende Planungen des Vorstandes zu betrachten:

Bezeichnung	∅ Vergangenheit TEUR	Plan 2019 TEUR	Plan 2020 TEUR	Plan 2021 TEUR	Plan 2022 ff. TEUR
Umsatzerlöse	1.349	1.578	1.589	1.599	1.609
sonstige betriebliche Erträge	26	15	15	15	15
Ertrag vor Steuern und Zinsen	1.375	1.593	1.604	1.614	1.624
Personalaufwand	543	545	554	565	576
Abschreibungen	406	418	418	418	418
sonstige betriebliche Aufwendungen	546	692	601	606	612
Aufwand vor Steuern und Zinsen	1.495	1.655	1.573	1.589	1.606
Ergebnis vor Steuern und Zinsen	-120	-62	31	25	18
Zinsertrag	412	426	426	426	426
Ausleihungen d. Finanzanlagevermögens	5	6	6	6	6
Zinsaufwand	98	50	30	17	8
Finanzergebnis	319	382	402	415	424
Ergebnis vor Ertragsteuern	200	320	433	440	442

Abbildung 2: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung

4.3.2.1.1 Umsatzerlöse

Wasserkraftwerke

- 70 Die Stromeinspeisung der Kraftwerke erfolgt beim nächstgelegenen Verteiler gemäß dem geltenden Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG), wobei die Vergütung für 20 Jahre ab Gewährung festgeschrieben ist. Die Vergütung beträgt 12,46 Cent/kWh für das Kraftwerk Diez und 12,70 Cent/kWh für das Kraftwerk Kirschhofen.
- 71 Im langjährigen Mittel beträgt die Stromproduktion im Kraftwerk Diez rund 3.340 T kWh und im Kraftwerk Kirschhofen rund 2.534 T kWh. Die Schwankungen in der Stromproduktion werden aufgrund den Erfahrungswerten des Vorstandes auf +/- 10 % geschätzt. Die Schätzungen sind plausibel.
- 72 Durch Umbauten, die nachweislich zu einer Leistungssteigerung der Anlagen geführt haben, konnte im Kraftwerk Diez eine höhere Vergütung gemäß EEG erzielt werden. Im Kraftwerk Kirschhofen wird die höchste Vergütung gemäß EEG gezahlt, so dass eine Umsatzsteigerung nur durch höhere Stromproduktion zu erzielen ist.

73 Für die Zukunft wird keine weitere Steigerung der eingespeisten Strommenge erwartet. Grund hierfür sind die Wetterentwicklungen in den letzten Jahren. So haben ausbleibende Niederschläge im Geschäftsjahr 2018 vielmehr zu deutlichen Einbußen bei der Stromeinspeisung geführt.

74 Der Umsatz des Kraftwerks Diez errechnet sich mit $3.340 \text{ T kWh} \times 12,46 \text{ Cent}$ und beträgt somit TEUR 416, der des Kraftwerks Kirschhofen mit $2.534 \text{ T kWh} \times 12,70 \text{ Cent}$ und beträgt somit TEUR 322, die Umsätze beider Kraftwerke zusammen insgesamt also TEUR 738.

Park-Bau-Verwaltung

75 Die Umsatzerlöse der Park-Bau GmbH, die nach der Konsolidierung im Konzern der Elikraft AG verbleiben, ergeben sich nur aus den Umsätzen mit der konzernfremden Park-Bau Hessen (2019: TEUR 464; 2020: TEUR 475; 2021: TEUR 485).

Park-Bau-Verpachtung

76 Die Umsatzerlöse der Park-Bau-Westfalen ergeben sich aus einem Mietvertrag mit einer Laufzeit bis zum 30.06.2030. Die Mieteinnahmen gliedern sich wie folgt auf:

- Parkhaus TEUR 142
- Diskothek TEUR 204
- Imbiss TEUR 9

77 Weiter sind vom Mieter noch Nebenkosten i. H. v. TEUR 20 zu zahlen und Werbeeinnahmen i. H. v. TEUR 1 den Umsatzerlösen zuzurechnen. Insgesamt ergeben sich daraus TEUR 376 p. a. als erzielbare Erlöse.

78 In den sonstigen betrieblichen Erträgen ist der wesentliche Posten die Sachbezüge aus der Gehaltsabrechnung.

4.3.2.1.2 Aufwendungen

- 79 Beim Personalaufwand wird plausibel eine jährliche Steigerung von 2,5 % erwartet.
- 80 Die Abschreibungen werden in der Planung konstant angesetzt, da keine weiteren Investitionen geplant sind. Diese Schätzung halten wir für angemessen.
- 81 Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen unterliegen besonders die Aufwendungen für Instandhaltungen großen Schwankungen. Unter Berücksichtigung der Vergangenheitswerte und den zukünftigen bereits bekannten Aufwendungen, insbesondere der Verlängerung der Wasserrechte in den Jahren 2020 (Kirschhofen) und 2024 (Diez), wird von Instandhaltungsaufwendungen in 2019 i. H. v. TEUR 200, ab dem Jahr 2020 i. H. v. TEUR 100 ausgegangen. Eine jährliche Preissteigerung ab 2018 i. H. v. 2,5 % wurde berücksichtigt.
- 82 Die Zinserträge aus Darlehen an die Park-Bau Hessen mit einem Zinssatz von 4,5 % wurden auf dem Niveau von 2017/2018 fortgeführt.
- 83 Die Zinsaufwendungen für Darlehen aus dem Erwerb der Wasserkraftwerke sowie aus der Finanzierung des Parkhauses Radewig sinken aufgrund der Tilgungen im Planungszeitraum.
- 84 Übereinstimmend mit dem Bewertungsgutachter acp Treuhand ist zusammenfassend festzustellen, dass die Herleitung der Planzahlen unter den aufgeführten Prämissen plausibel ist.

4.3.2.2 Operative Planung

- 85 Im Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung halten wir übereinstimmend mit dem Bewertungsgutachter acp Treuhand folgende prognostizierte Zukunftserfolge vor Steuern für plausibel:

	Plan 2019 TEUR	Plan 2020 TEUR	Plan 2021 TEUR	Plan 2022 ff. TEUR
Bezeichnung				
86 Ergebnis vor Ertragsteuern	320	433	440	442

Abbildung 3: Ergebnis vor Ertragssteuern

4.3.2.3 Unternehmenssteuern, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

87 Die Überleitung vom Ergebnis vor Ertragssteuern zu den zu kapitalisierenden, den Eigentümern zufließenden Überschüssen, nach persönlichen Ertragssteuern auf Ausschüttungen, ergibt sich wie folgt:

Bezeichnung	2019 TEUR	2020 TEUR	2021 TEUR	2022 ff. TEUR
Ergebnis vor Ertragsteuern	320	433	440	442
Ergebnis aus Thesaurierung	0	4	10	15
Unternehmenssteuern	51	69	71	72
maximal ausschüttbares Ergebnis	269	368	379	385
Ausschüttungsquote	60%	60%	60%	50%
Thesaurierung laufendes Jahr	108	147	152	192
Thesaurierung kumuliert	108	255	407	599
Ausschüttung	161	221	227	193
persönliche Ertragsteuern Ausschüttung	42	58	60	51
Wertbeitrag aus Ausschüttung	119	163	167	142
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	192
Veräußerungsgewinnbesteuerung Thesaurierung	0	0	0	25
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	167
88 Kapitalisierungsgröße	119	163	167	309

Abbildung 4: Unternehmenssteuern und nachhaltiges Ergebnis

4.3.3 Kapitalisierungszinssatz

89 Der Ertragswert wird durch Diskontierung der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz (für den Flow to Equity) spiegelt die Rendite einer vergleichbaren Investitionsalternative wider, äquivalent hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung. (vgl. IDW S1 Rn. 114.)

90 Bei Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist zunächst vom Basiszinssatz auszugehen, welcher der Rendite einer risikofreien Kapitalanlage entspricht. Dieser Basiszinssatz ist zudem durch einen Risikozuschlag zu erhöhen. Dieser Risikozuschlag soll die Unsicherheiten, die mit der Investition in ein Unternehmen verbunden sind, widerspiegeln.

4.3.3.1 Basiszinssatz

91 Die Renditen deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve sind auf ein historisch niedriges Niveau gesunken, was die derzeitige Kapitalmarktlage prägt. Diese Entwicklung geht einher mit einer Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank.

92 Da bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen belegbar ist und auch keine risikoärmere äquivalente Anlageform erkennbar ist, wird trotz niedriger Renditen die Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert für risikofreie Renditen als Schätzgrundlage verwendet.

93 Der Anlagenhorizont am deutschen Kapitalmarkt belegt, dass Investoren bei risikoarmen (quasi-risikolosen) deutschen Staatsanleihen bereit sind, selbst minimale Renditen zu akzeptieren. Renditen über 1 % werden derzeit nur bei niedrigerem als bestem Rating, Laufzeiten von mehreren Dekaden oder für den Anleger mit erheblichen Einschränkungen verbundenen Strukturierungen (Multitranchen, ggf. sogar mit Hebelvereinbarungen, mehrfach gestufte Call-Rechte etc.) geboten. Umgekehrt lässt sich im Mehrjahresvergleich unmittelbar ersehen, dass bei den niedrigeren Basiszinssätzen gegenüber ausgeweiteten Risikostrukturierungen oder sogar gegenüber Unternehmensinvestments der Preis für die Risikoübernahme, die Marktrisikoprämien im jeweiligen Segment, gestiegen sind.

- 94 Der Bewertungsgutachter acp Treuhand hat praxisüblich und theoriekonform den risikolosen Basiszinssatz anhand der Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode abgeleitet. Unter Berücksichtigung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturkurven ergab sich so ein einheitlicher Basiszinssatz von 1,0 % auf den Bewertungsstichtag.
- 95 Dieser Basiszinssatz wurde um Ertragssteuern gekürzt (Abgeltungssteuer 25 % zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag), was einem Basiszinssatz nach Ertragssteuern von 0,74 % entspricht.
- 96 Wir haben die Berechnungen nachvollzogen, stimmen mit der verwendeten Methodik überein, und gelangen ebenfalls zu einem gerundeten Basiszinssatz von 1,0 % vor Steuern. Daher halten wir die Verwendung eines risikolosen Basiszinssatzes von 1,0 % vor Steuern und 0,74 % nach Steuern für angemessen.

4.3.3.2 Risikozuschlag

- 97 Für einen objektivierten Unternehmenswert ist bei der Berechnung des Risikozuschlages nicht auf ein individuelles Risikoverhalten, sondern auf das allgemeine Marktverhalten abzustellen.
- 98 Für die Berechnung können am Kapitalmarkt empirisch beobachtete Risikoprämien – ermittelt nach CAPM bzw. Tax-CAPM – für den Gesamtmarkt sowie für Unternehmen in der gleichen Branche als Anhaltspunkte bei der Festlegung der Risikozuschläge dienen. Das CAPM ist dabei ein Modell zur kapitalmarktorientierten Ableitung der Kapitalkosten. Demnach bestimmt sich die risikoangepasste Verzinsungserwartung der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkostensatz) aus der Rendite risikoloser Anlagen und aus der Risikoprämie.
- 99 Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell, in dem Kapitalkosten für Basiszinssatz und Risikoprämie ohne die

Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragssteuern erklärt werden. Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Risikoprämie erfolgt durch die Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen. Das Tax-CAPM erweitert bei Aktienrenditen das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern.

- 100 Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragssteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlags nach Ertragssteuern zusammen.
- 101 Der anzuwendende Risikozuschlag ermittelt sich als Produkt aus einer Marktrisikoprämie und einem Betafaktor. Die Marktrisikoprämie ermittelt sich aus der Differenz der Rendite risikofreier Anlagen und z. B. der Aktienmarktrendite für Wertpapiere des DAX. Der Betafaktor definiert das unternehmensspezifische Risiko. Dieser stellt die relative Renditeschwankung der Unternehmensaktie (Volatilität) gegenüber der Gesamtheit der Aktien (im Vergleichsportfolio) dar, ist also ein Rendite-Risiko-Maß (vgl. WP-Handbuch (2014), S. 110). Schließlich werden Wirkungen von Ertragssteuern berücksichtigt.

4.3.3.2.1 Marktrisikoprämie im Bewertungsfall

- 102 Für die Ermittlung der Marktrisikoprämie wird auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt wird, abgestellt. Der Zeitraum beträgt mindestens 10 Jahre. Subtrahiert man von der so ermittelten Marktrendite den Basiszins, erhält man den Betrag, der (empirisch feststellbar) als Marktrisikoprämie über den Basiszinssatz hinaus von Marktteilnehmern verlangt wird, wenn die Anlage anstelle einer (quasi-)risikolosen Anleihe in eine Unternehmensbeteiligung erfolgt. Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete unternehmensspezifische Risiko einer Anlage in das zu bewertende

- Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Marktrisikoprämie multipliziert wird.
- 103 Auf Basis aktueller empirischer Untersuchungen hält es der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW für sachgerecht, bei der Bemessung der Marktrisikoprämie sich an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren. Dem wird hier gefolgt.
- 104 Dazu ist festzuhalten, dass die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragssteuern von 5,5 % innerhalb dieser Bandbreite liegt und zutreffend ist. Eine Marktrisikoprämie i. H. v. 5,5 % wurde auch von verschiedenen Gerichten bestätigt. (z.B. LG Frankfurt 22.09.2015, 3–05 O 63/14, Beschlusstext S. 23; LG Frankfurt, 16.12.2014, 3–05 O 164/13). Zudem hat das OLG Frankfurt betont, dass eine Übernahme der Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung im Regelfall angemessen ist und die Marktrisikoprämie daher in dem vorgegebenen Bereich festzusetzen sei (vgl. OLG Frankfurt 26.01.2017, 21 W 75/15).
- 105 Wir schließen uns damit grundsätzlich der vom Bewertungsgutachter vorgebrachten Begründung von einer durch Investoren derzeit geforderten erhöhten Risikoprämie an. In Ermangelung belastbarer Methoden zur Bestimmung kurzfristig gestiegener Risikoprämien ist eine exakte Quantifizierung dieser Anpassung u. E. derzeit nicht möglich, so dass wir eine Marktrisikoprämie in Höhe der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite, somit von 5,5 % nach persönlicher Einkommensteuer, für angemessen ansehen.
- 106 Wir halten also die von dem Bewertungsgutachter in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie i. H. v. 5,5 % nach persönlicher Einkommenssteuer vor dem Hintergrund sämtlicher oben dargestellten Überlegungen für sachgerecht.

4.3.3.2.2 Betafaktor

- 107 Die Marktrisikoprämie ist auf das zu bewertende Unternehmen anzupassen. Dieses unternehmensspezifische und operative Risiko wird durch den Betafaktor abgebildet. Der Betafaktor berücksichtigt dabei die Reaktion eines Unternehmens auf Risiken des Gesamtmarktes.
- 108 Er bemisst sich als die relative Renditeschwankung der Unternehmensaktie gegenüber der Gesamtheit der Aktien im Markt.
- 109 Der Betafaktor verknüpft damit auch die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zur Markrenditeschwankung und ergibt sich rechnerisch als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. Wenn die Volatilität (das Risiko von Ergebnisschwankungen) der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, so beträgt der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt der Betafaktor unter dem Faktor 1. Ist das Risiko größer als der Marktdurchschnitt, so liegt er über dem Faktor 1.
- 110 Zur Güteanalyse („Eignung“, Angemessenheit) eines Betafaktors können zudem Geld-Brief-Spannen ausgewertet werden. Demnach soll der Betafaktor den Zusammenhang zwischen den Renditen der Aktien und den Renditen des Marktes abbilden. Eine notwendige Voraussetzung dafür ist, dass sich die Aktie sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpasst, was ausreichendes Handelsvolumen mit entsprechendem Angebot und Nachfrage voraussetzt. Wäre eine Anpassung demgegenüber zeitlich verzerrt, kann der Zusammenhang zwischen Aktienrendite und Marktrendite nicht zutreffend widergespiegelt werden.

111 Als Maßstab für eine solche unverzerrte Anpassung werden verschiedene Liquiditätsmaße wie die Geld–Brief–Spanne genannt. Diese bilden die Marktmenge einer Anlage ab, die wiederum Anpassungen an die Marktentwicklung verzerren kann. Unsicher ist, ab welcher Höhe der Geld–Brief–Spanne eine ausreichende Liquidität des Marktes (für die Abbildungseignung des Betafaktors) nicht mehr gegeben ist. Nach Auffassung des OLG Frankfurt (vgl. OLG Frankfurt v. 26.01.2017 21 W 75/15) bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld–Brief–Spanne erhebliche Bedenken bezüglich der Liquidität der Aktie. Allerdings sei ein Wert von 2,37 % nicht ausreichend (vgl. OLG Frankfurt v. 19.01.2016 21 W 70/15).

Zeitraum der Beta Berechnung

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

113 In der Tendenz spricht die Aktualität für die Verwendung eines kürzeren Zeitraums von z. B. zwei Jahren (vgl. OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11). Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch z. B. Strukturbrüche hervorgerufen wurden, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet (vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08).

114 Im vorliegenden Bewertungsfall der Elikraft AG ist zwischen der Verwendung kürzerer Zwei–Jahres–Betas und längerfristigen Fünf–Jahres–Betas zu entscheiden. Hierbei nehmen wir für die Beurteilung auf Franken/Schulte/Brunner/Dörschell (im Folgenden Franken et al.) (Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unterneh–

mensbewertung – Unternehmens– und Branchenanalysen 2018/2019, fünfte erweiterte Auflage mit Datenaktualisierung zum 31.12.2018) Bezug. Das Kalenderjahr 2018 war durch Kursrückgänge am Aktienmarkt (DAX mehr als 18 %) geprägt. Die Kursrückgänge werden u. a. politischen Entwicklungen, Handelskonflikten mit Unsicherheit in Außenhandelsmärkten und generell eingetrübten Konjunkturstimmungen zugeschrieben. Der bisherige Verlauf des Jahres 2019 – dies nur nachrichtlich angemerkt – hat zu einer teilweisen Aufholung der Kursverluste 2018 geführt.

- 115 Für den Bewertungsfall Elikraft AG und den Bewertungsstichtag 01.01.2019 ist anzumerken, dass durch die beschriebenen Entwicklungen die Renditeschwankungen (Volatilitäten) durch Einbeziehung des Jahres 2018 geprägt sind. Diese Wirkung würde sich umso mehr auf die Betafaktor–Ableitung auswirken, je größer das Gewicht des Jahres 2018 für den gesamten Betrachtungszeitraum ist. Ein hierdurch höherer Betafaktor würde im Ergebnis eine höhere adjustierte Risikoprämie für den Bewertungsfall nach sich ziehen. Eine Abschwächung der Kapitalmarkt–Effekte 2018 durch Wahl eines Fünf–Jahres–Betas würde auch die Auswirkung auf den Betafaktor durch geringere Gewichtung kleiner ausfallen lassen.
- 116 Entsprechend dem Bewertungsgutachter acp Treuhand halten wir ebenfalls einen Beobachtungszeitraum von 5 Jahren mit einem wöchentlichen Renditeintervall für angemessen.
- 117 Wir schließen uns der Verwendung von Fünf–Jahres–Betas, somit dem Ansatz eines längeren Zeitraums, insbesondere wegen der besonderen Entwicklung 2018 am Kapitalmarkt, an.

Originärer Betafaktor

- 118 Der Bewertungsgutachter verzichtet auf die Ableitung eines originären Betafaktors, da die Aktien der Gesellschaft gemäß der durchgeführten Liquiditätsanalyse (Anforderungen siehe oben) keinen hinreichenden liquiden Aktienhandel aufweisen. Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht.

Der Betafaktor der Peer-Group

- 119 Der Bewertungsgutachter acp Treuhand hat zur Plausibilisierung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer-Group) abgestellt. Dieses grundsätzliche Vorgehen ist durch die Rechtsprechung gestützt (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13).
- 120 Der Bewertungsgutachter hat weiterhin die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf das Geschäftsmodell untersucht und anhand dieser Kriterien eine Gruppe potentieller Vergleichsunternehmen ausgewählt. Die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen erfolgte angabegemäß auf Grundlage von Informationen des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg aus den Bereichen Immobilien (real estate) und Energieerzeugung (energy/utilities).
- 121 Der Gutachter acp Treuhand hat für die Peer-Group-Ableitung auf die beiden unterschiedlichen Geschäftsbereiche der Elikraft AG abgestellt und zwei unterschiedliche Wirtschaftssektoren ausgewählt. Wir haben diese mit den übereinstimmenden Branchendarstellungen bei Franken et al. 2016 mit Aktualisierung bis 30.09.2017 (4. erweiterte Auflage) abgeglichen. Die Branchendarstellungen bei Franken et al. 2018 (mit Aktualisierungen bis 31.12.2018, 5. erweiterte Auflage) weisen erweiterte branchenbezogene Peer-Groups auf, wobei die Erweiterung das Ergebnis und unsere Beurteilung in der Angemessenheitsprüfung nicht berührt. Es

ist darauf hinzuweisen, dass wir in den folgenden eigenen Beta-Analysen im Jahresbereich, für Zwei- und Fünf-Jahres-Betas und in der Langfristanalyse ab dem Erhebungszeitraum 2011 für die aktuellen Daten die neuere Peer-Group-Bildung verwendet haben. Die jeweils verwendete Datengrundlage in den folgenden Darstellungen 5 bis 8 haben wir mit Fußnote gekennzeichnet.

- 122 Die Zusammensetzung der Peer-Groups und die wirtschaftlichen Eckdaten der verwendeten Peer-Group-Unternehmen sind den genannten Publikationen im Einzelnen zu entnehmen. Auf die dortigen Angaben stützen sich nachfolgende Angemessenheitsüberlegungen.
- 123 Charakteristisch für beide verwendete Peer-Groups (Bereich Parkhäuser/Immobilien mit dem Segment „Financials: Real Estate“ sowie Bereich Wasserkraftwerke/Energieerzeugung: „Utilities“) ist es, dass die verwendeten Unternehmen hinsichtlich quantitativer und qualitativer Merkmale nur eingeschränkt mit Elikraft AG vergleichbar sind. Es handelt sich darunter um erheblich größere Unternehmen, mit entsprechenden Auswirkungen auf mögliche Risikostreuungen, Breite und Anzahl ihrer Geschäftsfelder etc. Die Unternehmen sind so nicht nur im Bereich Energieerzeugung/Wasserkraft tätig, sondern im Zeitraum der Beta-Bestimmung im weiteren Energieerzeugungssegment. Die Unternehmen sind außerdem regional über eine große Anzahl von Märkten diversifiziert. Im Bereich Immobilien/Parkhäuser werden Unternehmen einbezogen, die auch auf dem privaten Wohnungsmarkt tätig sind oder Investitionen in nationalen Spitzenlagen oder großstädtische Bereiche aufweisen.
- 124 Die Kritik an dieser Peer-Group-Bildung berührt indessen das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung nicht. Die beiden verwendeten Peer-Groups bzw. Wirtschaftssektoren liegen ausweislich von Franken et al. 2018, (Stand: 31.12.2018) am untersten Rand der Bandbreite dargestellter Sektoren (dort Seite 13). Überlegungen zur Verwendung alternativer Peer-Groups (etwa „Consumer“) würden im Ergebnis

zu höheren Betafaktoren führen, somit zu höheren anzusetzenden (adjustierten) Marktrisikoprämien, damit zu einem höheren Eigenkapital–Kostensatz und damit in Folge der Diskontierung zu niedrigeren Unternehmenswerten. Umgekehrt sind unter Verwendung von Franken et al. 2018 keine ökonomisch nachvollziehbaren oder plausiblen Peer–Groups ersichtlich, die zu niedrigeren Raw–Betas oder niedrigeren Unlevered–Betas führen würden. Durch eine kritische Grundhaltung zu den im Bewertungsgutachten der acp Treuhand verwendeten Peer–Groups in den zwei unterschiedlichen Geschäftsbereichen der Elikraft AG, mit entsprechender bereichsbezogenen Gewichtung, wird aber das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung letztlich nicht berührt.

- 125 Hierzu geben wir folgende Übersicht, zusammengestellt aus Franken et al. 2016/2018 (Ein–Jahres–Betas sind zusätzlich informationshalber angegeben):

Ø Betas der Branche Utilities (Energy)

Erhebungszeitraum	1 Jahr							
	'11 ¹⁾	'12 ¹⁾	'13 ¹⁾	'14 ²⁾	'15 ²⁾	'16 ²⁾	'17 ²⁾	'18 ²⁾
Ø Raw Beta	1,40	1,35	0,85	1,11	1,23	0,73	0,50	0,57
Ø Unlevered Beta	0,53	0,45	0,28	0,36	0,33	0,17	0,18	0,22
Ø Unlevered Beta (Debt Beta)	0,83	0,93	0,67	0,48	0,50	0,34	0,29	0,35
Ø Total Unlevered Beta	0,85	0,91	0,79	0,63	0,58	0,51	1,32	0,68

- 126 1) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2016, aktualisierter Stand: 30.09.2017
2) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, aktualisierter Stand: 31.12.2018

Abbildung 5: Branchenbetas Energie (1 Jahr)

Ø Betas der Branche Utilities

Erhebungszeitraum	2 Jahre		5 Jahre		
	'16 - '17 ²⁾	'17 - '18 ²⁾	'11 - '15 ¹⁾	'13 - '17 ²⁾	'14 - '18 ²⁾
Ø Raw Beta	0,68	0,57	1,22	1,01	0,97
Ø Unlevered Beta	0,17	0,21	0,40	0,28	0,27
Ø Unlevered Beta (Debt Beta)	0,33	0,33	0,83	0,43	0,42
Ø Total Unlevered Beta	0,66	0,85	0,73	0,66	0,63

- 127 1) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2016, aktualisierter Stand: 30.09.2017
2) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, aktualisierter Stand: 31.12.2018

Abbildung 6: Branchenbetas Energie (2 und 5 Jahre)

Ø Betas der Branche Real Estate

Erhebungszeitraum	1 Jahr							
	'11 ¹⁾	'12 ¹⁾	'13 ¹⁾	'14 ²⁾	'15 ²⁾	'16 ²⁾	'17 ²⁾	'18 ²⁾
Ø Raw Beta	0,74	0,71	0,70	0,45	0,67	0,41	0,69	0,47
Ø Unlevered Beta	0,27	0,28	0,28	0,20	0,33	0,21	0,38	0,27
Ø Unlevered Beta (Debt Beta)	0,57	0,61	0,55	0,30	0,48	0,33	0,48	0,37
Ø Total Unlevered Beta	0,48	0,80	0,71	0,55	0,72	0,72	1,03	0,63

128

1) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2016, aktualisierter Stand: 30.09.2017
2) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, aktualisierter Stand: 31.12.2018

Abbildung 7: Branchenbetas Immobilien (1 Jahr)

Ø Betas der Branche Real Estate

Erhebungszeitraum	2 Jahre		5 Jahre		
	'16 - '17 ²⁾	'17 - '18 ²⁾	'11 - '15 ¹⁾	'13 - '17 ²⁾	'14 - '18 ²⁾
Ø Raw Beta	0,46	0,52	0,66	0,55	0,54
Ø Unlevered Beta	0,24	0,29	0,28	0,27	0,28
Ø Unlevered Beta (Debt Beta)	0,35	0,39	0,54	0,40	0,40
Ø Total Unlevered Beta	0,80	0,72	0,60	0,71	0,69

129

1) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2016, aktualisierter Stand: 30.09.2017
2) Peer-Group gemäß Franken et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, aktualisierter Stand: 31.12.2018

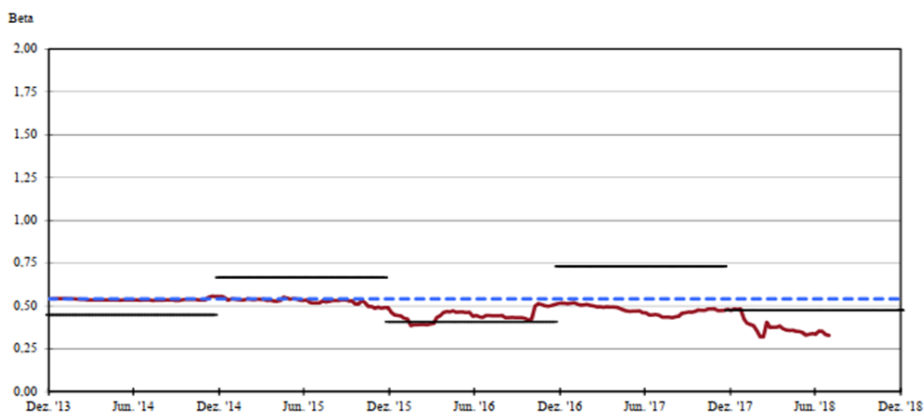
Abbildung 8: Branchenbetas Immobilien (2 und 5 Jahre)

Financials: Real Estate

Unternehmen der Branche

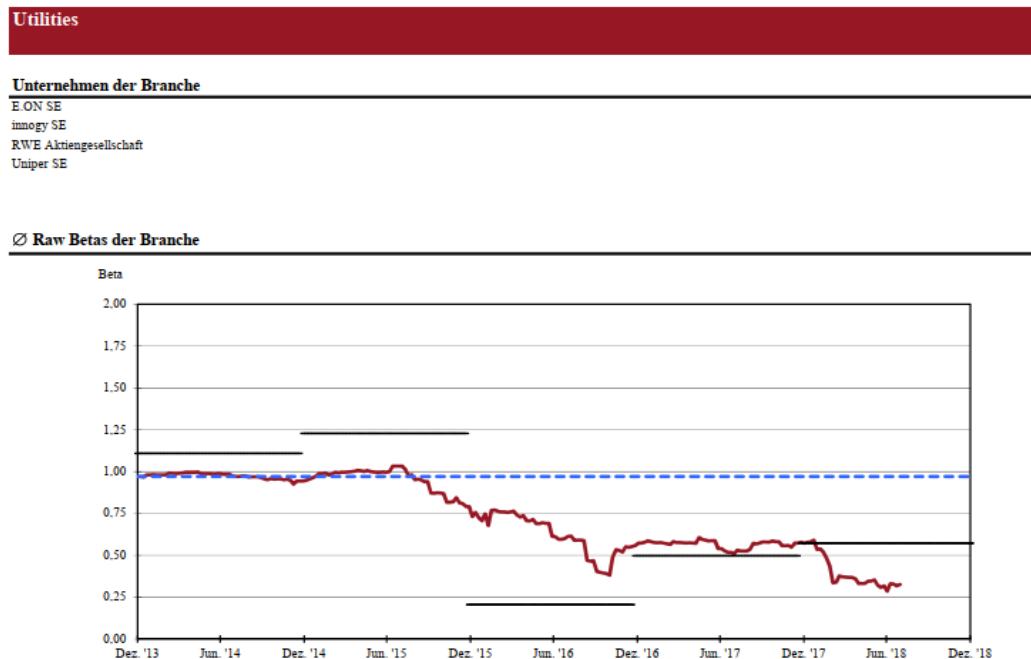
alstria office REIT-AG	LEG Immobilien AG
Aroundtown SA	TAG Immobilien AG
Deutsche EuroShop AG	Vonovia SE
Deutsche Wohnen SE	
Grand City Properties S.A.	

Ø Raw Betas der Branche



130

Abbildung 9: Branchenbetafaktoren nach Unternehmen (Immobilien) (Quelle: Franken et al., Aktualisierungen zum 31.12.2018)



131

Abbildung 10: Branchenbetafaktoren nach Unternehmen (Energie) (Quelle: Franken et al., Aktualisierungen zum 31.12.2018)

- 132 Fraglich in der Angemessenheitsprüfung ist, ob die Auswahl der Branchen und der Unternehmen der Peer-Group sachgerecht ist. So werden zur Plausibilisierung des Geschäftsbereichs „Verpachtung von Parkhäusern“ in der Peer-Group zur Immobilienbranche Unternehmen aufgeführt, die z.B. auch als Wohnungsgesellschaften agieren. In der Peer-Group zur Energiebranche ist festzustellen, dass die aufgeführten Unternehmen in mehreren Bereichen der Energieerzeugung wie z. B. Kernkraft, Kohlekraft etc. mit den jeweiligen Chancen und Risiken, dazu mit breiter regionaler Streuung, tätig sind. Durch das größere Portfolio sind die Risiken der Unternehmen tendenziell geringer als die Risiken der Elikraft AG, die im Bereich der Energieerzeugung ausschließlich in der Wasserkraft und mit nur zwei Standorten

tätig ist. Durch das diversifizierte Risiko könnte vermutet werden, dass der Betafaktor der Peer-Group-Unternehmen niedriger einzustufen ist und diese somit nur bedingt vergleichbar mit der Elikraft AG ist.

- 133 Die vorstehenden Analysen zeigen zunächst im Bereich Real-Estate, dass die Unlevered-Betas zwischen 0,21 und 0,38 in den betrachteten Zeiträumen liegen. Die verwendeten Fünf-Jahres-Betas weisen zwischen 2011 und 2018 eine hohe Stabilität auf und werden von Franken et al. 2018 bei 0,27 bzw. 0,28 ausgewiesen. Der davon minimal abweichende verwendete Mittelwert des Gutachters acp Treuhand von 0,26 (Unlevered) wird von uns nicht beanstandet.
- 134 Der vom Gutachter acp Treuhand verwendete Mittelwert von 0,5 im Bereich Energieerzeugung weicht aufgrund anderer Peer-Group-Zusammensetzung und abweichender Interpolation für das Jahr 2018 von den bei Franken et al. ausgewiesenen Fünf-Jahres-Betas nach oben ab. Wir halten diese Abweichung aus folgenden Gründen für unbeachtlich: Auf Grund der regionalen Konzentration der Energieerzeugung sowie der Beschränkung ausschließlich auf Wasserkraft schätzen wir die mit der Peer-Group abgebildete Rendite-Volatilität, somit das abgebildete Risiko ohnehin am untersten möglichen Rand der Bandbreite ein. Hinzu kommt, dass die Energieerzeugung aus Wasserkraft im Kalenderjahr 2018, wie vom Gutachter acp Treuhand dargestellt, in besonderer Abhängigkeit von klimatischen Entwicklungen stand. Dieses Risiko wird in den erheblich breiter diversifizierten und erheblich größer dimensionierten Peer-Group-Unternehmen kompensiert. Wie oben dargestellt, würde jede Modifizierung der Peer-Group zu höheren Unlevered-Betas führen. Mit Ausnahme der Gruppe Real Estate liegen nämlich andere bei Franken et al. 2018 ausgewiesene Gruppen mindestens bei 0,5 oder sogar über diesem Wert.
- 135 Unter Abwägung aller Aspekte schließen wir uns daher im Rahmen der Angemessenheitsprüfung der vom Gutachter acp Treuhand vorgenommenen Peer-Group-Bildung im Ergebnis an.

- 136 Da nach unserer Einschätzung der Betafaktor eher niedrig angesetzt ist, hat die Branchen-/Unternehmensauswahl keine weitergehende Bedeutung für unsere Angemessenheitsprüfung.
- 137 Wir haben die Ableitung des Betafaktors durch den Bewertungsgutachter wie dargestellt nachvollzogen. Hinsichtlich der von dem Bewertungsgutachter verwendeten Vergleichsunternehmen haben wir deren Vergleichbarkeit und Vollständigkeit hinterfragt. Auf Basis unserer Analysen erachten wir die verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ableitung des Betafaktors für geeignet.

4.3.3.3 Wachstumsabschlag

- 138 Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag mit 1,0 % festgelegt.
- 139 Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist auf die Verhältnisse des Unternehmens abzustellen. Insoweit können Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen voneinander abweichen. Nach Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die zutreffende herrschende Meinung wider (vgl. statt vieler WP-Handbuch 2014, Bd. II, Abschn. A, Tz. 489 und insbesondere die dort in der Fußnote 793 zitierte Auswertung der Rechtsprechung; ablehnend zu gegenseitigen Standpunkten z.B.: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen vollständigen Inflationsausgleich (vgl. OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06).

- 140 Den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag von 1,0 % haben wir vor dem Hintergrund der bestehenden Markt- und Wettbewerbssituation exemplarisch anhand verschiedener Indikatoren wie folgt plausibilisiert:
- 141 Der Vergleich mit dem Ergebnis einer empirischen Studie, wonach der durchschnittliche Wachstumsabschlag in Squeeze-Out-Fällen in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 1,0 % liegt (vgl. Hachmeister et al., WPg 2009, S. 1234 ff.), belegt, dass im vorliegenden Fall ein angemessenes Wachstum unterstellt wird. Angesetzt und anerkannt werden regelmäßig Wachstumsabschläge unter der allgemeinen Inflationserwartung (vgl. ausführlich mit umfangreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193 ff.). Verwendete Wachstumsabschläge in Spruchverfahren zeigen unterschiedliche Höhen in Abhängigkeit der Branche. Im Mittel liegen die angesetzten Wachstumsabschläge bei etwa 1,0 % (vgl. Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193, 199).
- 142 Die Wachstumsrate selbst bleibt bewertungsmethodisch steuerlich unkorrigiert.
- 143 Wir halten die Ableitung der angesetzten Wachstumsrate für angemessen.

4.3.3.4 Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes: Zusammenfassung

- 144 Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt.
- 145 Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W7/11).

4.3.4 Ertragswertberechnung

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

4.3.4.1 Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung

147 In den vergangenen Jahren hat die Elikraft regelmäßig Dividenden ausgeschüttet. Für das Geschäftsjahr 2018 soll ansatzgemäß aufgrund des Jahresfehlbetrags erstmalig keine Dividende ausgezahlt werden. Basierend auf dem einfachen Durchschnitt der letzten sieben Jahre geht der Bewertungsgutachter für die erste Planungsphase von einer Ausschüttungsquote i.H.v. 60 % aus. Da rechtliche Restriktionen einer solchen Dividendenpolitik nicht entgegenstehen, ist gegen eine Übernahme der geplanten Ausschüttungspolitik nichts einzuwenden. Diese Auffassung wird in der Vorgehensweise bei der Besteuerung grundsätzlich auch vom OLG Frankfurt geteilt: eine unternehmerische Einzelentscheidung wie die Ausschüttungspolitik der Geschäftsführung ist nicht dahingegen zu überprüfen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09).

148 Im Zeitraum der ewigen Rente (terminal value) liegt die vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % des Jahresergebnisses in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens (vgl. Wagner/Sauer/Willershausen, WPg 2008, S. 733, die auf langfristig durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 % verweisen). Darin wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das Äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (vgl. Gorny/ Rosenbaum, WPg 2004, S. 861, 863; OLG Frankfurt, 18 Dezember 2014, 21 W 34/1; OLG Frankfurt,

29. April 2011, 21 W 13/11). Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der regulatorisch geforderten nachhaltigen Thesaurierung als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

- 149 Geplante Ausschüttungen wurden um den angemessenen Ertragssteuersatz in Höhe von 26,375 % reduziert.

4.3.4.2 Veräußerungsgewinnbesteuerung

- 150 Seit 2009 sind Auswirkungen der Abgeltungssteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der Höhe der Abgeltungssteuer auf Veräußerungsgewinne hängt von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung als auch von der Alternativanlage ab (vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13).

- 151 In der Bewertungspraxis und Fachdiskussion wird davon ausgegangen, dass eine typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (zusammen 13,1875 %) sachgerecht ist (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen sowie die nachhaltig inflationsbedingten Wertsteigerungen in der ewigen Rente wurden anstelle der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer belastet.

- 152 Die angewandte effektive Steuerlast auf inflationsbedingte Kursgewinne basiert auf der Erkenntnis, dass auch rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen künftige Veräußerungsgewinne darstellen. Diese unterliegen damit ebenfalls der effektiven Besteuerung von 13,1875 %. Zu diesen rein inflationsbedingten (zusätzlichen) Unternehmenswertsteigerungen kommt es durch die Reduzierung der Kapitalkosten um den Wachstumsabschlag (vgl. WP-Handbuch 2014, Bd. II, 14.

Aufl. Abschnitt A Tz. 398 f.). Da der Wachstumsabschlag bei Elikraft AG entsprechend der herrschenden Bewertungspraxis nicht um Steuereinflüsse gekürzt wird, ist die Steuerbelastung aus den inflationsbedingten Veräußerungsgewinnen von den finanziellen Überschüssen in Abzug zu bringen.

- 153 Der Bewertungsgutachter acp Treuhand hat diesen Abzug nicht vorgenommen. Da die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters in dieser separaten Frage zu einer Steigerung des Ertragswerts führt, berührt es unser Angemessenheitsurteil nicht.

4.3.4.3 Kapitalisierung der Nettozuflüsse

- 154 Die vorstehenden Ausführungen zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes führen in der Anwendung auf die den Anteilseignern zufließenden Überschüsse (Kapitalisierungsgröße) zu folgenden Diskontierungsfaktoren für die Jahre 2019 bis 2021 und 2022 ff., zu folgenden Barwerten der Nettoeinkünfte in den Berechnungsperioden und damit zu folgendem Zukunftserfolgswert auf den Bewertungsstichtag 01. Januar 2019:

Bezeichnung	2019 TEUR	2020 TEUR	2021 TEUR	2022 ff. TEUR
Kapitalisierungsgröße	119	163	167	309
Diskontierungsfaktor	0,96880	0,94059	0,91381	44,35622
Barwert der Nettoeinkünfte	115,29	153,32	152,61	13.706,07
Zukunftserfolgswert	14.127,29			62,79 € je Aktie

155

4.4 Sonderwerte

Steuerliche Verlustvorträge

- 156 Nach IDW S 1, Rn. 31, 44 ist bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswert die Ertragssteuerbelastung zu berücksichtigen. Zu den Ertragssteuern gehören z.B. die Körperschaftsteuer, der Solidaritätszuschlag und die Gewerbesteuer.

- 157 Die Elikraft AG verfügt jedoch noch über gewerbesteuerliche Verlustvorträge i.H.v. rund EUR 6 Mio. Daher wurde für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswert (bei der Ermittlung der prognostizierten Überschüsse nach Steuern) keine Gewerbesteuer berücksichtigt. Es ergibt sich im Gutachten eine Ertragssteuerbelastung i. H. v. 15,83 % (basierend auf der Körperschaftssteuer).
- 158 Damit erfolgt keine gesonderte Bewertung der zum Stichtag bestehenden steuerlichen Verlustvorträge.
- 159 Wir haben die Ermittlung der Ertragssteuern unter Berücksichtigung des gewerbesteuerlichen Verlustvortrags nachvollzogen. Die zeitlich unbegrenzte Korrektur der Gewerbesteuer (im terminal value) von den Ertragssteuern für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes (bei limitiertem Verlustvortrag) berührt das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung nicht.

4.5 Unternehmenswert

- 160 Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten ergibt sich insgesamt für die Elikraft AG zum Bewertungsstichtag 01. Januar 2019 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert von rund TEUR 14.127.
- 161 Bei 225.000 Aktien entspricht dies einem Wert je Aktie i. H. v. EUR 62,79.
- 162 Wir haben die Berechnung des Werts je Aktie nachvollzogen. Er ist zutreffend abgeleitet.

4.6 Börsenkurs

- 163 Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Elikraft AG als Wert für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung anhand verschiedener Kriterien untersucht.

- 164 Nach BGH ist dabei der einem Ausschluss von Minderheitsaktionären zugrunde liegende Börsenkurs auf Basis eines Durchschnittswertes der letzten drei Monate vor Bekanntgabe der geplanten Maßnahme zu errechnen. (vgl. BGH v. 19.07.2010 – II ZB 18/09).
- 165 Am 05.12.2018 hat die Elikraft AG bekanntgegeben, dass die Park-Bau Verwaltung Borken das förmliche Verlangen zur Durchführung eines Squeeze-Out Verfahrens nach §§ 327a ff. AktG übermittelt hat.
- 166 Damit soll die angemessene Abfindung grundsätzlich mindestens dem durchschnittlichen Börsenwert im Zeitraum zwischen dem 05.09.2018 und 04.12.2018 entsprechen.
- 167 Der Bewertungsgutachter ist in seinem Gutachten jedoch davon ausgegangen, dass der Börsenkurs nicht den tatsächlichen Wert der Aktie (bzw. Unternehmenswert) widerspiegelt und daher nicht für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung i. S. d. §§ 327a ff. AktG herangezogen werden kann. Dies wird damit begründet, dass die Aktien der Elikraft keinen ausreichend liquiden Aktienhandel aufweisen. Dafür wurde eine Liquidationsanalyse durchgeführt, welche einen Bid-/Ask-Spread von 26,24 % als Ergebnis hat. Dieser Wert liegt weit über den für zulässig erachteten Werten.
- 168 Bei Betrachtung der Kursentwicklungen der Elikraft Aktie an den verschiedenen Handelsplattformen lassen sich starke Unterschiede in der Entwicklung der verschiedenen Kurse feststellen. Außerdem sind erhebliche Kursschwankungen zu beobachten.

169

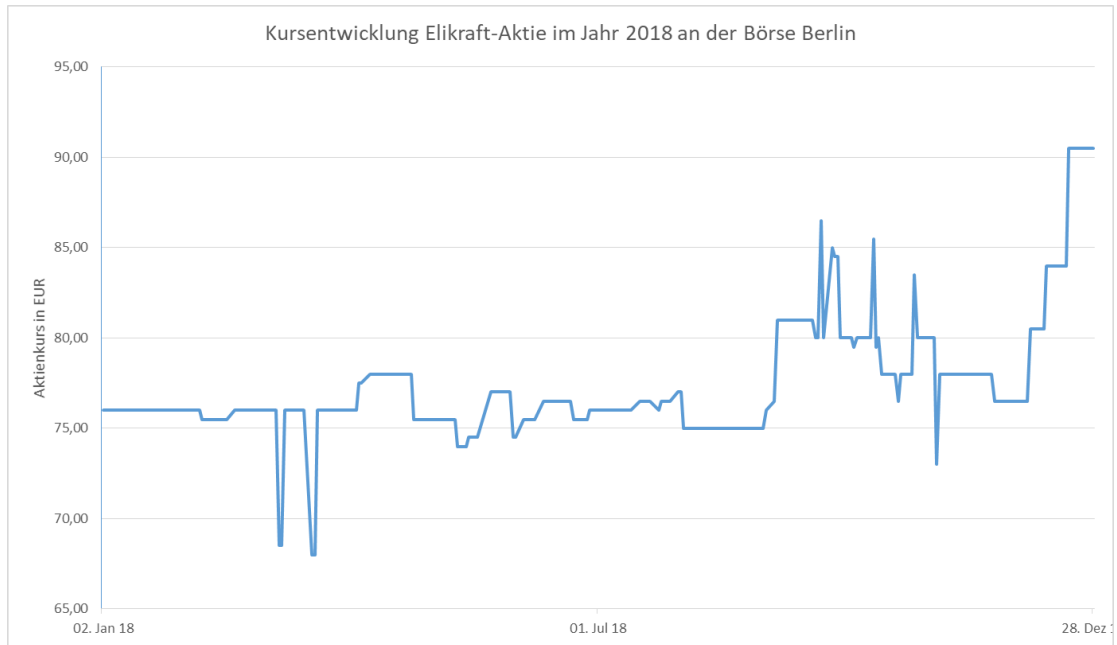


Abbildung 11: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Berlin

170

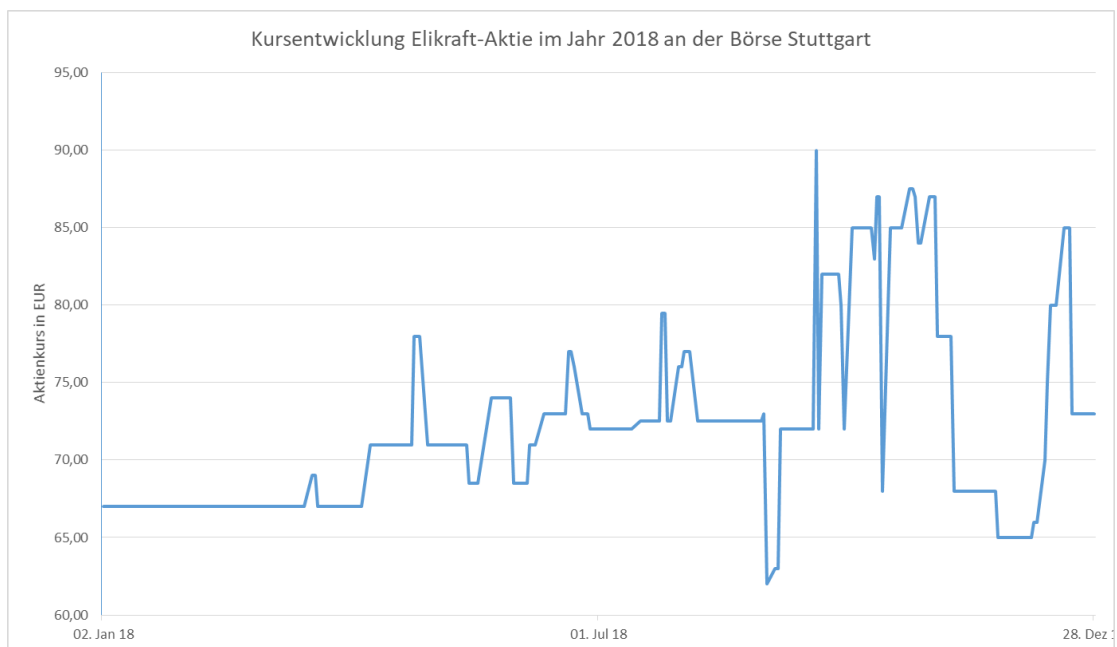


Abbildung 12: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Stuttgart

171

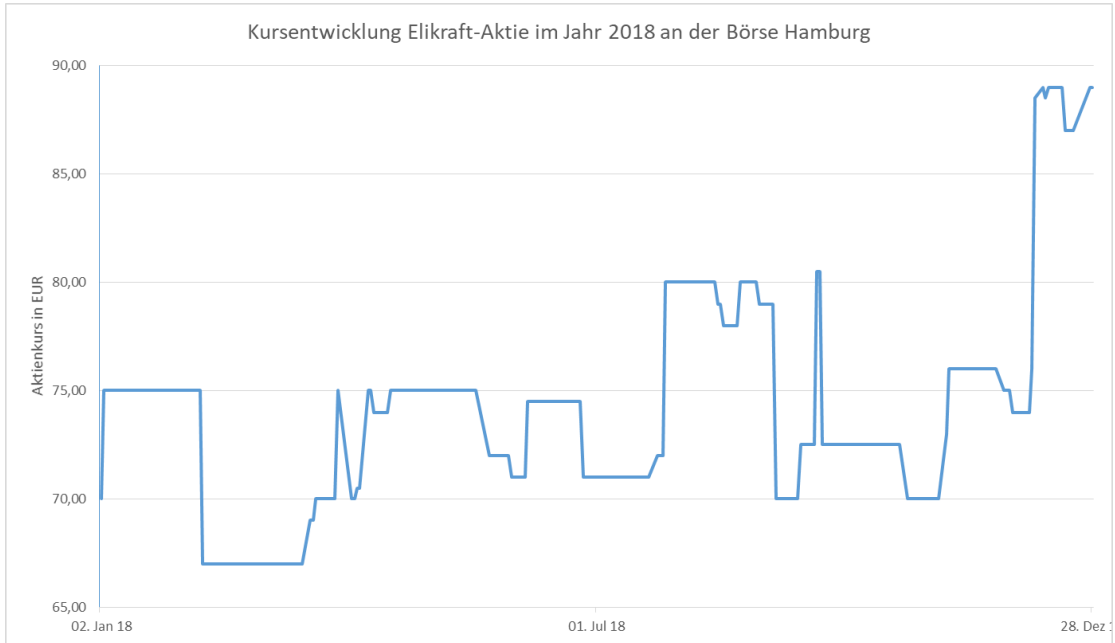


Abbildung 13: Kursentwicklung Elikraft Aktie an der Börse Hamburg

172

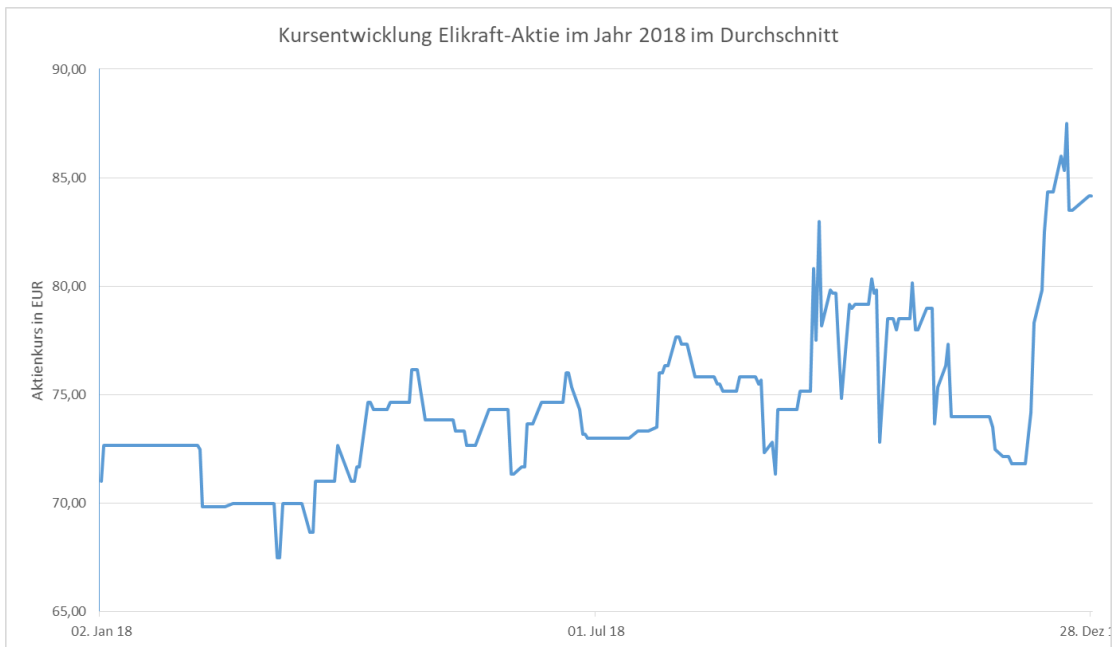
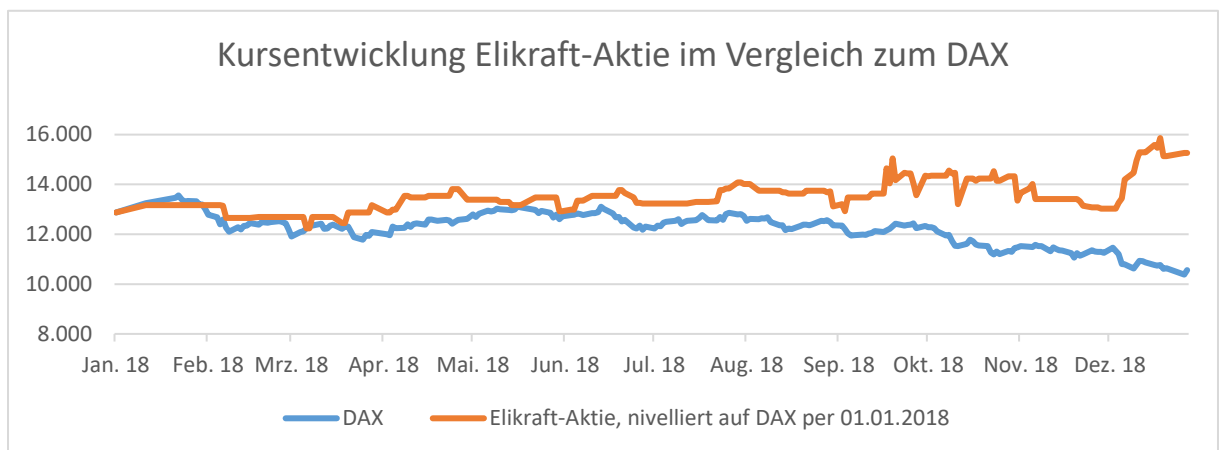


Abbildung 14: Kursentwicklung Elikraft Aktie im Durchschnitt

- 173 Die nachfolgend dargestellte, vom Bewertungsgutachter verwendete Grafik stellt diese Schwankungen relativ bzw. indexiert im Vergleich zum DAX dar. Die Indizierung der Elikraft Aktie relativ zum DAX zeigt die abweichende Entwicklung der Aktie im Vergleich zum DAX und belegt die völlig gegensätzliche Entwicklung ab September 2018. Durch Gründe, die in der wirtschaftlichen Entwicklung der Elikraft AG liegen, ist dieser Verlauf nach den oben dargestellten wirtschaftlichen Analysen fundamental nicht begründbar.



174

Abbildung 15: Kursentwicklung Elikraft Aktie im Vergleich zum DAX

- 175 Der Ansicht des Bewertungsgutachters, den Börsenwert bei der Bemessung der Barabfindung nicht zu berücksichtigen, steht unserer Ansicht nach schon aufgrund der Liquiditäts- bzw. Marktlage nichts entgegen. Wir haben die Berechnung der Bid-/Ask-Spread nachvollzogen und erachten daher ebenfalls einen Verzicht auf den Ansatz des durchschnittlichen Börsenwertes für angemessen.

4.7 Vergleichsorientierte Bewertung

- 176 Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertberechnungen auch die Multiplikatormethode zur Abschätzung von Unternehmenswerte, von Bandbreiten oder zur Plausibilisierung errechneter Unternehmenswerte. Dieses Bewertungskonzept

folgt ebenso wie die Ertragswertmethode einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Dabei werden geeignete Multiplikatoren aus Kapitalmarktdaten vergleichbarer Unternehmen abgeleitet und für eine vergleichende Unternehmensbewertung auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.

- 177 Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen allerdings nur vereinfachte Wertfindungsmodelle dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle liefern (vgl. IDW S 1, Rn. 143).
- 178 Der Bewertungsgutachter hat eine solche vergleichsorientierte Bewertung nicht vorgenommen. Aufgrund des speziellen Umfelds der Elikraft AG wäre es wohl auch schwierig geeignete Vergleichsunternehmen zu finden. Daher erachten wir den Verzicht auf eine Anwendung der Multiplikatormethode, sei es nur zu Plausibilitätszwecken, für angemessen.
- 179 Nur ergänzend weisen wir darauf hin, dass bereits nach überschlägiger Betrachtung die Verwendung üblicher EBIT- oder EBITDA-Multiplikatoren, Kurs-Gewinn-Verhältnisse unterhalb des vom Bewertungsgutachters acp Treuhand ermittelten Unternehmenswertes liegen würden und daher diese Vorgehensweise das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung nicht berührt.

4.8 Sensitivitäten

- 180 Zur Überprüfung des Einflusses einzelner Variablen auf den Wert je Aktie kann eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt werden. Der Bewertungsgutachter hat in seinem Gutachten darauf verzichtet.
- 181 Die von uns durchgeführten Sensitivitätsanalysen betrafen Spannbreiten des Basiszinssatzes vor Steuern, des unlevered Betas und der Marktrisikoprämie. Da wir

durchgehend mittlere Bewertungsparameter unterstellt haben, liegen die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse bzw. die dadurch ausgewiesenen Bandbreiten in der Zinssatzermittlung durchweg im angemessenen Rahmen des Vertretbarkeitsurteils (vgl. Tz. 32).

4.9 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

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

5. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

183 Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der als Anlage zum Entwurf des Übertragungsberichts beigefügten gutachterlichen Stellungnahme der acp Treuhand ausführlich dargestellt. Wir verweisen hierauf.

184 Aus dem Unternehmenswert in Höhe von rund TEUR 14.127 wurde vom Bewertungsgutachter ein Wert je Aktie in Höhe von EUR 62,79 abgeleitet.

185 Der Börsenkurs war als Mindestbemessungsgrundlage für die Barwertabfindung nicht zu berücksichtigen.

187 Der Hauptaktionär der Elikraft AG hat im Entwurf des Übertragungsberichts die Höhe der Barabfindung auf

EUR 62,79

je Aktie festgelegt.

188 Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

6. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

189 „Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die im Rahmen des Squeeze Outs den ausscheidenden Aktionären der Elikraft AG, Borken, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 62,79 je nennwertlose Stückaktie angemessen“

Kassel, den 11. April 2019



(Dipl. -Ök. Alexander Heide)
Wirtschaftsprüfer



(Prof. Dr. Thomas Olbrich)
Wirtschaftsprüfer

Anlage I

—

Beschluss Landgericht

Frankfurt am Main

3-05 O 161/18

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG
der

Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG, vert. d. d. persl haft. Gese. Rainer-Michael
Rudolph, Frielendorfer Str. 26, 43582 Borken

Antragstellerin

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der
Elektrische Licht- und Kraftanlagen Aktiengesellschaft mit Sitz in Borken (HRB 8129
Amtsgericht Fritzlar)

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 11.12.2018 beschlossen:

Für das geplante Verfahren auf Übertragung von Aktien gegen Barabfindung (§§ 327a ff
AktG) wird die

Prof. Dr. Ludewig u. Partner GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Friedrichstr. 11
34117 Kassel

zum sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt

Die Kosten dieses Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf EUR 60.000,-- festgesetzt.

Gründe:

Das Gericht hält die bestellte Prüferin für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der vorgelegten Auskunft bei der bestellten Prüferin vom 19.9.2018 nicht.

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung und insbesondere zur Vermeidung einer neuen Begutachtung in einem möglichen Spruchverfahren soll die sachverständige Prüferin im Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen:

1.

An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist die Prüfung erfolgt.

2.

Die Prüferin wird im Hinblick auf ein mögliches Spruchverfahren nach § 1 Nr. 3 SpruchG ausdrücklich auf die Ansicht des Gerichts hingewiesen, dass die Absicht des Gesetzgebers bei der vorab Bestellung von Angemessenheitsprüfern in die Praxis der Spruchverfahren nur umgesetzt werden kann, wenn der Bericht des Prüfers gegenüber dem Übertragungsbericht ein eigenständiges Gutachten (vgl. auch BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04 – AG 2007, 544 = NZG 2007, 587) darstellt, das die Parteinähe zur Gesellschaft und hier zum Hauptaktionär vermeidet und Distanz zu dessen Bericht zeigt. Dabei ist zu beachten, dass der Prüfer zwar gerichtlich bestellt wird, seinen Prüfungsbericht aber nicht dem Gericht, sondern der Gesellschaft und den Aktionären erstattet.

Wenn auch gegen eine sog. Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, ist es jedoch angebracht, dass der sachverständige Prüfer über die Art der Zusammenarbeit mit einem ggf. von der Hauptaktionärin beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in seinem Gutachten Ausführungen macht, insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen des sachverständigen Prüfers zu denen des sog. Bewertungsgutachters bestanden und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

3.

Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des (Ertrags)wertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei

Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer "peer-group") abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder gezeigten Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzuzugswürdig sind.

4.

Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist

5.

Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.

6. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichtes für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail Anhang an M.Mueller@LG-Frankfurt.Justiz.Hessen.de) beizufügen.

7.

Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende seiner Arbeiten dem Gericht gegenüber offen legen.

8.

Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit der einer ggf. zu leistenden Ausgleich bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG.

Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dr. M. Müller

Beglaubigt
Frankfurt am Main, 12. Dezember 2018

Wallisch, Justizfachangestellte
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle



Anlage II

—

Allgemeinen Auftragsbedingungen

Allgemeine Auftragsbedingungen

für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

DokID:

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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