



Prüfungsbericht

Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

zwischen der

ADVA Optical Networking SE
Meiningen

und der

ADTRAN Holdings, Inc.
Wilmington, Delaware/USA

Management Summary	Abschnitt	Seite												
Prüfung des Vertrags														
<ul style="list-style-type: none"> Vertrag entspricht gesetzlichen Vorschriften, enthält vorgeschriebene Bestandteile vollständig und richtig (§§ 291 ff. AktG) 	C	9												
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode														
<ul style="list-style-type: none"> Bewertungsstichtag 30. November 2022 (Tag der Hauptversammlung) 	D.V.2	47												
<ul style="list-style-type: none"> Ermittlung Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode 	D.V.3	48												
Planung der Gesellschaft														
<ul style="list-style-type: none"> Planungsrechnung der ADVA SE für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	D.V.4.b)	52												
<ul style="list-style-type: none"> Planung der Gesellschaft plausibel und sachgerecht vom Bewertungsgutachter übernommen 	D.V.4.c)	54												
Zu kapitalisierende Netto-Einnahmen														
<ul style="list-style-type: none"> Überleitung auf das Ergebnis in der Konvergenz- und der Fortführungsphase sachgerecht 	D.V.4.d)	64												
<ul style="list-style-type: none"> Netto-Einnahmen fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet 	D.V.4.e)	66												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,10%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>1,00</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>7,01%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,30%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,10%	Unverschuldeter Betafaktor	1,00	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	7,01%	Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	1,30%	D.V.5	69
Parameter	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,10%													
Unverschuldeter Betafaktor	1,00													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	7,01%													
Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	1,30%													
Unternehmenswert														
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert (zum 30. November 2022) € 894,2 Mio. 	D.V.6.c)	94												
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert plausibel 	D.V.7	94												
Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich														
<ul style="list-style-type: none"> Anteiliger Unternehmenswert € 17,21 je Stückaktie 	D.V.8.a)	99												
<ul style="list-style-type: none"> Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Barabfindung € 15,85 je Stückaktie Barabfindung je Stückaktie € 17,21 angemessen 	D.V.8.b)	100												
<ul style="list-style-type: none"> Jährliche Ausgleichszahlung (netto) je Stückaktie € 0,52 angemessen 														

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung	7
C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	9
D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	15
I. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung	15
II. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Ausgleichszahlung	16
III. Bewertungsgrundsätze und -methoden	18
1. Zukunftserfolgswert	19
2. Liquidationswert und Substanzwert	22
3. Vereinfachte Preisfindungen	22
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	23
IV. Prüfungsvorgehen	24
V. Prüfungsfeststellungen	29
1. Bewertungsobjekt	29
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	29
b) Wirtschaftliche Grundlagen	33
ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie	33
bb) Makroökonomische Situation und Ausblick	37
bc) Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition	39
bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen	42
bda) Vermögens- und Finanzlage	42
bdb) Ertragslage	43
c) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts	46
d) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	47
2. Bewertungsstichtag	47
3. Bewertungsmethode	48
4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen	50
a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess (einschließlich Synergien)	50
b) Analyse der Planungstreue	52
c) Analyse der Planungsrechnung	54
ca) Übersicht	54
cb) Umsatzerlöse	54
cc) Operatives Ergebnis (EBIT)	57
cd) Jahresüberschuss	61
ce) Bilanz	62
cf) Gesamtwürdigung	63
d) Konvergenz- und Fortführungsphase	64
e) Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern	66
5. Kapitalisierungszinssatz	69
a) Basiszinssatz	69
b) Risikozuschlag	72
ba) Erfassung des Risikos	72
bb) Marktrisikoprämie	74
bc) Betafaktor	83
bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	83
bcb) Originärer Betafaktor der ADVA SE	86
bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen	87
bcd) Betafaktor von ADVA auf der Grundlage von Vergleichsunternehmen	88
c) Wachstumsabschlag	89
d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	92
6. Ableitung des Unternehmenswerts	92
a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	92
b) Sonderwerte	93
c) Unternehmenswert	94
d) Vergleich mit dem Liquidationswert	94
e) Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	94

7.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	94
a)	Unternehmenswert bei einer Wertermittlung nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 in einer anderen Parametrisierung	94
b)	Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung.....	95
c)	Vergleichende Marktbewertung	95
d)	Weitere Vergleichsmaßstäbe.....	98
8.	Ableitung von Abfindung und Ausgleich.....	99
a)	Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG	99
b)	Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG	100
E.	Abschließende Erklärung.....	105

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Meiningen – Kammer für Handelssachen – zur Bestellung
der Vertragsprüferin
- Anlage 2** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen ADVA Optical Networking SE
und ADTRAN Holdings, Inc. (finaler Entwurf vom 18. Oktober 2022)
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen i.H.v. +/- einer Einheit (€, %, usw.) auftreten.

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
\$	US-Dollar
%	Prozent
§	Paragraph
&	Und
5G	Mobilfunkstandard (fünfte Generation)
a.a.O.	Am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
ADTRAN	ADTRAN, Inc., Wilmington, Delaware/USA
ADTRAN-Konzern	ADTRAN, Inc. gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
ADTRAN Holdings	ADTRAN Holdings, Inc., Wilmington, Delaware/USA (vormals Acorn HoldCo, Inc.)
ADTRAN Holdings-Gruppe	ADTRAN Holdings, Inc. gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG, das sind die Unternehmen des ADTRAN-Konzerns und des ADVA-Konzerns
ADVA	ADVA Optical Networking SE einzeln oder auch gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG, falls eine Unterscheidung nicht erforderlich ist
ADVA SE	ADVA Optical Networking SE, Meiningen
ADVA-Aktie (n)	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie (n) der ADVA Optical Networking SE mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00
ADVA-Konzern	ADVA Optical Networking SE gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (Vorläufer des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.)
Alt.	Alternative
APAC	Asia Pacific (Wirtschaftsraum Asien-Pazifik)
Art.	Artikel
Außenstehende Aktionäre	Alle übrigen Aktionäre der ADVA Optical Networking SE (also mit Ausnahme der ADTRAN Holdings, Inc.)
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)

Beherrschtes und gewinnabführungsverpflichtetes Unternehmen	ADVA Optical Networking SE
Beta raw	Betafaktor ermittelt auf Basis historischer Daten
Beta unlevered	Betafaktor für ein unverschuldetes Unternehmen
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach dem Capital Asset Pricing Model
Bewertungsgutachter	PVT Financial Advisors SE, München
Bewertungsobjekt	ADVA Optical Networking SE
Bewertungstichtag	Tag der Hauptversammlung der ADVA Optical Networking SE, die über den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der ADTRAN Holdings, Inc. Beschluss fassen soll (30. November 2022)
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bit	Kleinste Informationseinheit in der IT
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Zeitschrift)
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	Beziehungsweise
c.p.	Ceteris paribus (unter sonst gleichen Bedingungen)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditure ((Brutto-)Investitionen)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitester deutscher Aktienindex)
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance Biz (Zeitschrift)
Corp.	Corporation (US-amerikanische oder kanadische Rechtsform; der AG vergleichbar)
CSP	Communication Service Provider (Kommunikationsdienstleister mit eigener Kommunikationsinfrastruktur und Übertragung über Festnetz, Kabelnetz, Mobilfunknetz, Funkstrecken oder Satelliten)
D.C.	District of Columbia
DAX	Deutscher Aktienindex der 40 größten an der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Aktien
DCI	Data Center Interconnect (Zusammenschalten von zwei oder mehr Rechenzentren zur Datenübertragung)
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2022 bis 2026

DVFA	DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBT	Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
Edge	Dezentrale Datenverarbeitung am Rand eines Netzwerks (Edge Computing)
EG	Europäische Gemeinschaft
EMEA	Europe, Middle East and Africa (Wirtschaftsraum Europa, Arabien (Naher Osten) und Afrika)
Erstlaufzeit	Feste Laufzeit des Vertrags bis zum Ablauf des zweiten Geschäftsjahres der ADVA SE, das nach der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister beginnt
EST	Einkommensteuer
EU	Europäische Union
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
EZB	Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	Folgende (Seite)
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
ff.	Folgende (Seiten)
Folgelaufzeit	Jede weitere Laufzeit, mit der sich der Vertrag nach Ablauf der Erstlaufzeit und jeder nachfolgenden Folgelaufzeit automatisch um weitere zwei Geschäftsjahre der ADVA SE verlängert
Fortführungsphase	Geschäftsjahre ab 2031 (auch: Phase der ewigen Rente)
FTE	Full-Time-Equivalent (Vollzeitäquivalent, Vollzeitmitarbeiter)
FTTN	Fiber To the Node (Glasfaser bis zum Knotenpunkt)
Gbit/s	Gigabit pro Sekunde (1 Gigabit = 10 ⁹ bits)
Gesellschaft	ADVA Optical Networking SE
GewSt	Gewerbsteuer
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	Gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Gutachtliche Stellungnahme	Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der ADVA Optical Networking SE im Zusammenhang mit dem geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 30. November 2022
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung

Herrschendes und gewinnabführungsberechtigtes Unternehmen	ADTRAN Holdings, Inc.
HFA	Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
i.H.v.	In Höhe von
i.R.d.	Im Rahmen des/der
i.S.d.	Im Sinne des/der
i.V.m.	In Verbindung mit
ICP	Internet Content Provider (Internetdiensteanbieter)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008
IDW-FN	IDW Fachnachrichten (Zeitschrift; heute IDW Life)
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
IoT	Internet of Things (Netzwerk physischer Objekte)
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
ISO	Internationale Organisation für Normung
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C./USA
Kap.	Kapitel
KEST	Kapitalertragsteuer
KFS/BW 1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (Österreich)
Konvergenzphase	Geschäftsjahre 2027 bis 2030
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
lit.	Littera (lateinisch für Buchstabe)
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
Ltd.	Limited (englische Gesellschaftsform, der GmbH vergleichbar)
M&A	Mergers & Acquisitions (Fusionen und Übernahmen)

Mbit/s	Megabit pro Sekunde (1 Megabit = 10 ⁶ bits)
MDAX	Deutscher Aktienindex der 50 größten Unternehmen unterhalb des DAX
Mehrheitsaktionärin	ADTRAN Holdings, Inc.
Mio.	Million (en)
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI World	Weltweiter Aktienindex
MüKoAktG	Münchener Kommentar zum AktG, 5. Auflage, Band 5 (§§ 278-328 AktG, SpruchG), München 2020, bzw. Band 7 (Europäisches Aktienrecht), München 2021
n.a.	Nicht verfügbar (not available) bzw. Angabe nicht sinnvoll
NFV	Network Functions Virtualization (Netzwerkarchitekturkonzept mit IT-Virtualisierungstechnologien)
Nr.	Nummer
o.g.	Oben genannte (r, n)
OEM	Original Equipment Manufacturer (Erstausrüster)
OLG	Oberlandesgericht
OLS	Open Line System (offenes optisches Übertragungssystem)
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
Phase der ewigen Rente	Geschäftsjahre ab 2031 (auch: Fortführungsphase)
plc	Public limited company (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
PVT	PVT Financial Advisors SE, München
rd.	Rund
REXP	REX-Performanceindex (Deutscher Rentenindex in seiner Ausprägung als Performanceindex)
ROCE	Return on Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital)
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA
S.	Seite
SDAX	Deutscher Aktienindex der 70 größten Unternehmen unterhalb des MDAX
SDN	Software Defined Networking (Trennung von Soft- und Hardware in einem Netzwerk)
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) – SE-VO, veröffentlicht im Amtsblatt der EG L 294/1 vom 8. Oktober 2001, zuletzt geändert durch Verordnung (EG) Nr. 517/2013 vom 13. Mai 2013, veröffentlicht im Amtsblatt der EG L 158/1 vom 13. Mai 2013
sog.	Sogenannt (e, en, er)
SolZ	Solidaritätszuschlag

SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz – SpruchG)
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
TAM	Total Adressable Market (adressierbarer Markt; von ADVA für einen Marktvergleich verwendete Segmentierung des gesamten Markts, der die Produkte und Dienstleistungen enthält, die von ADVA angeboten werden)
Tbit/s	Terabit pro Sekunde (1 Terabit = 10^{12} bits)
TecDAX	Deutscher Aktienindex von 30 Aktien mit Schwerpunkt Technologie
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
u.a.	Unter anderem
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar (Währungscode nach ISO 4217)
usw.	Und so weiter
v.a.	Vor allem
Vertrag	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen ADVA Optical Networking SE und ADTRAN Holdings, Inc. (finaler Entwurf vom 18. Oktober 2022)
Vertragsbericht	Gemeinsamer Bericht des Verwaltungsrats (board of directors) der ADTRAN Holdings, Inc. und des Vorstands der ADVA Optical Networking SE gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ADTRAN Holdings, Inc. und der ADVA Optical Networking SE – 18. Oktober 2022
Vertragsparteien	ADTRAN Holdings, Inc und ADVA Optical Networking SE
vgl.	Vergleiche
Vorerwerbspreise	Preise, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens gezahlt hat
WDM	Wavelength Division Multiplexing (Verfahren zur Kombination mehrerer Signale auf Laserstrahlen mit verschiedenen Infrarotwellenlängen zur Übertragung über Glasfasermedien)
WIFI	Wireless Fidelity (kabelloses Netzwerk)
WM	Wertpapier Mitteilungen (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
Ytong-Beschluss	Beschluss des BGH vom 21. Juli 2003 (Az. II ZB 17/01)
z.B.	Zum Beispiel
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die ADTRAN Holdings, Inc., Wilmington, Delaware/USA,¹ als herrschendes Unternehmen und die

ADVA Optical Networking SE, Meiningen,²

als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG³ abzuschließen. Am 18. Oktober.2022 wurde ein finaler Entwurf⁴ vorgelegt, den wir unserer Prüfung zugrunde gelegt haben.

Die ADVA SE wird seit 2012 als Europäische Gesellschaft⁵ geführt. Eine deutsche SE unterliegt nach der Verweisungsnorm des Art. 9 Abs. 1 lit. c) Ziff. ii) SE-VO dem allgemeinen deutschen Aktienrecht, soweit nicht andere Bestimmungen Vorrang haben.⁶ Eine SE deutschen Rechts unterliegt dem deutschen Konzernrecht, welches in gleicher Weise anzuwenden ist wie im Fall einer deutschen AG.⁷ Dazu gehören namentlich auch die Bestimmungen zum Vertragskonzern (§§ 291 ff. AktG).⁸

Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung⁹ der ADVA SE. Der Zustimmungsbeschluss soll auf einer für den 30. November 2022 geplanten außerordentlichen HV gefasst werden.

Zur Sicherung der außenstehenden Aktionäre muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen.¹⁰ Ein Beherrschungs- oder ein Gewinnabführungsvertrag muss zudem die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben.¹¹

Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.¹²

Mit Beschluss vom 22. Juli 2022¹³ hat uns (zuständig: Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner) das Landgericht¹⁴ Meiningen – Kammer für Handelssachen – zur Vertragsprüferin für die Prüfung des beabsichtigten Vertrags ausgewählt und bestellt.¹⁵ Wir hatten dem Gericht zuvor bestätigt, dass gesetzliche Ausschluss-

¹ „ADTRAN Holdings“, „herrschendes Unternehmen“ oder „Mehrheitsaktionärin“; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG „ADTRAN Holdings-Gruppe“.

² „ADVA SE“, „beherrschtes Unternehmen“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG „ADVA-Konzern“; auch „ADVA“, falls die vorstehende Unterscheidung nicht angezeigt ist; gemeinsam mit der ADTRAN Holdings „Vertragsparteien“.

³ „BGAV“ (im Allgemeinen).

⁴ „Vertrag“ (im Besonderen); vgl. Anlage 2.

⁵ Sog. Societas Europaea („SE“).

⁶ Vgl. dazu MüKoAktG, Schäfer, Art. 9 SE-VO, Rz. 2, 15 ff. Wir führen in diesem Bericht diese Verweisungsnorm nicht jeweils gesondert an, sondern beziehen uns unmittelbar auf die für deutsche Aktiengesellschaften geltenden Bestimmungen.

⁷ Vgl. MüKoAktG, Ego, Anhang zu Art. 9 SE-VO, Rz. 25.

⁸ Vgl. MüKoAktG, Ego, Anhang zu Art. 9 SE-VO, Rz. 27.

⁹ „HV“.

¹⁰ § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹¹ § 305 Abs. 1 AktG.

¹² §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

¹³ Az. HK O 15/22; vgl. Anlage 1.

¹⁴ „LG“.

¹⁵ §§ 293c Abs. 1, 293d AktG.

gründe nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.¹⁶ Die Vertragsparteien haben uns daraufhin mit der Prüfung des Vertrags beauftragt.

Der Beststellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung. Soweit bestimmte Fragestellungen in sich oftmals einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme anschließenden Spruchverfahren typischerweise diskutiert werden, greifen wir diese an geeigneter Stelle auf.

Die den außenstehenden Aktionären zu gewährende Ausgleichszahlung und Barabfindung sind aus dem Unternehmenswert von ADVA abzuleiten, sofern nicht eine höhere Untergrenze zu beachten ist. Die Vertragsparteien haben die PVT Financial Advisory SE, München,¹⁷ beauftragt, den Wert des Eigenkapitals der ADVA SE zum 30. November 2022 zu ermitteln und sie bei der Bestimmung eines angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und einer angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG je Stückaktie der ADVA SE¹⁸ zu unterstützen.

PVT hat am 18. Oktober 2022 eine „Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der ADVA Optical Networking SE im Zusammenhang mit dem geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 30. November 2022“¹⁹ vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ausführungen von PVT inhaltlich in vollem Umfang zu eigen.

Das Dokument „Gemeinsamer Bericht des Verwaltungsrats (board of directors) der ADTRAN Holdings, Inc. und des Vorstands der ADVA Optical Networking SE gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ADTRAN Holdings, Inc. und der ADVA Optical Networking SE – 18. Oktober 2022“²⁰ enthält die Gutachtliche Stellungnahme in vollständiger Fassung als Anlage 4.

Gegenstand unserer Prüfung sind der Vertrag²¹ und insbesondere die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung.²² Der Vertrag und insbesondere Ausgleich und Abfindung werden im Vertragsbericht bzw. der Gutachtlichen Stellungnahme näher erläutert und begründet. Der Vertragsbericht nebst Vertrag sowie die Gutachtliche Stellungnahme lagen uns im Verlauf unserer Prüfung in mehreren Entwurfsfassungen vor.

Wir haben die Prüfung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 22. Juli 2022 aufgenommen:

Angesichts der drohenden gesundheitlichen Gefährdungen durch die COVID-19-Pandemie und der sich infolgedessen allgemein verändernden Dienstreiseusancen haben wir davon abgesehen, die Prüfung in Teilen vor Ort bei der ADVA SE durchzuführen. Anstelle der zuvor üblicherweise in Präsenz geführten sog. Management-Gespräche, die zur Ergänzung einer Prüfung auf Grundlage der vorgelegten Dokumente

¹⁶ § 321 Abs. 4a HGB analog.

¹⁷ „PVT“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹⁸ „ADVA-Aktie“.

¹⁹ „Gutachtliche Stellungnahme“.

²⁰ „Vertragsbericht“.

²¹ § 293b Abs. 1 AktG.

²² § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

erforderlich sind, haben wir die Management-Gespräche von unserem Büro in Düsseldorf bzw. den sog. Home-Offices der Mitarbeiter aus in Form von Videokonferenzen geführt.

Im Verlauf der Prüfung haben wir zahlreiche Telefon- bzw. Videokonferenzen und bilaterale Telefongespräche mit Mitarbeitern der ADTRAN Holdings-Gruppe, insbesondere des ADVA-Konzerns, und Vertretern des Bewertungsgutachters geführt. Im Rahmen dieser Besprechungen hat uns der Finanzvorstand der Gesellschaft in einer am 18. August 2022 durchgeführten Videokonferenz das Geschäftsmodell und die Strategie der ADVA SE sowie das Markt- und Wettbewerbsumfeld und die Chancen und Risiken der Gesellschaft erläutert. Am 26. August 2022 hatten wir zudem die Gelegenheit, die Planungsrechnung der Gesellschaft mit dem Finanzvorstand und weiteren für die Erstellung der Planungsrechnung verantwortlichen Mitarbeitern der ADVA SE zu erörtern.

Der Bewertungsgutachter hat angesichts der Vielzahl der zur Verfügung gestellten Dokumente zur Sicherstellung der gebotenen Vertraulichkeit und einer effizienten Durchführung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten ein Portal zum Datenaustausch eingerichtet und uns ab dem 26. Juli 2022 einen Zugang dazu verschafft. Daneben haben wir mit den Projektbeteiligten einzelne Dokumente oder Arbeitspapiere über E-Mail-Verkehr ausgetauscht.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Vertragsbericht vom 18. Oktober 2022 einschließlich des als dessen Anlage 2 in Kopie beigefügten Vertrags (finaler Entwurf vom 18. Oktober 2022)
- Satzung (Fassung vom 8. Juli 2022) der ADTRAN Holdings
- Satzung (Fassung vom 14. Januar 2022) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 27. Juli 2022) der ADVA SE
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats der ADVA SE für die Jahre 2020 und 2021 sowie für die Zeit bis zum 6. Juli 2022 und Beschlussfassung des Aufsichtsrats im Umlaufverfahren vom 21. September 2022 zu der vom Vorstand in der Sitzung vom 26. Juli 2022 vorgestellten Hochrechnung für das laufende Geschäftsjahr und der auf dieser Grundlage im September 2022 aktualisierten Planung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026
- Berichte über die Prüfung des nach den International Financial Reporting Standards,²³ wie sie in der Europäischen Union²⁴ anzuwenden sind, und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts²⁵ der ADVA SE für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- Berichte über die Prüfung des nach HGB aufgestellten Jahresabschlusses und Lageberichts²⁶ der ADVA SE für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und Lageberichts
- Nach den IFRS aufgestellte, integrierte Konzernplanung der ADVA SE, die in zeitlicher Hinsicht eine Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2022 und eine auf dieser Grundlage aktualisierte Planung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026 umfasst und die zum Vergleich auch Angaben für abgeschlossene Geschäftsjahre enthält
- Aufgliederungen zu den in der Planungsrechnung enthaltenen und den insgesamt erwarteten Synergien
- Gutachtliche Stellungnahme

²³ „IFRS“.

²⁴ „EU“.

²⁵ Der Lagebericht der ADVA SE ist mit dem Lagebericht des Konzerns jeweils zusammengefasst. Der zusammengefasste Lagebericht wird im sog. Geschäftsbericht veröffentlicht.

²⁶ Vgl. Fußnote 25.

- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell²⁷
- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld der ADVA SE
- Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main,²⁸ vom 8. August 2022 zum gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs gemäß § 5 WpÜG-AngVO für die ADVA-Aktie bis zum 5. Juli 2022

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns v.a. auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA,²⁹ gelieferten Daten gestützt.

Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen der ADVA SE, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf der Gutachtlichen Stellungnahme und den ergänzend durch den Bewertungsgutachter erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns bereitwillig erteilt.

Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch PVT (18. Oktober 2022) aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.³⁰ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet.

Der Vorstand der ADVA SE und das Board of Directors der ADTRAN Holdings haben uns mit heutigem Datum jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (22. Oktober 2022) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV der ADVA SE über den Abschluss des Vertrags (30. November 2022) wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Zeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung des angemessenen Ausgleichs bzw. der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen. Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden HV der ADVA SE Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Stellungnahme des Hauptfachausschusses³¹ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,³² HFA 6/1988 „Zur Verschmelzungsprüfung nach

²⁷ Wir haben das Bewertungsmodell und weitere Modelle (insbesondere zur Herleitung der Kapitalmarktdaten) als sog. Wertekopie zu unseren Akten genommen. Für Zwecke der Prüfung hat uns der Bewertungsgutachter zusätzlich einen lesenden virtuellen Zugang zu seinen Original-Modellen verschafft.

²⁸ „BaFin“.

²⁹ „S&P Global“.

³⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

³¹ „HFA“.

³² „IDW“.

§ 340b Abs. 4 AktG³³ in sinngemäßer Anwendung³⁴ berücksichtigt und den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008³⁵ in unmittelbarer Anwendung beachtet.

Der IDW S 1 ist keine Rechtsnorm und demgemäß insbesondere für Gerichte nicht bindend. Die in ihm enthaltenen Empfehlungen sind Gerichten bei deren Überprüfung der Angemessenheit von Ausgleichszahlungen bzw. Abfindungen aber eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert fundamentalanalytisch ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.³⁶

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei dem Vorstand der ADVA SE. Seine Verifizierung gehört nicht zu den Aufgaben des Vertragsprüfers.

Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte, Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind ebenfalls nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.

Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die o.g. Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden HV der ADVA SE³⁷ und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³⁸

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

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschafts-

³³ „HFA 6/1988“.

³⁴ Die Stellungnahme HFA 6/1988 wurde 2013 aufgehoben, ist hinsichtlich der dort enthaltenen Aussagen zu Anforderungen an Prüfungsdurchführung und Berichterstattung sinngemäß aber weiterhin gültig.

³⁵ „IDW S 1“.

³⁶ Vgl. Bundesgerichtshof („BGH“), Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, AG 2016, S. 135 ff.

³⁷ Einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft oder für sonstige Veröffentlichungen, Auslagen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der HV.

³⁸ Auch in sich etwa der beschlussfassenden HV anschließenden Gerichtsverfahren.

prüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Vertrag. Schwerpunkt der Prüfung ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG die Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG). Einzelheiten zum Inhalt des Vertragsprüfungsberichts ergeben sich aus § 293e Abs. 1 AktG.

Dementsprechend haben wir zum einen i.R.d. formellen Teils unserer Prüfung geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Zum anderen haben wir i.R.d. materiellen Teils unserer Prüfung geprüft, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen sind. Eine weitergehende rechtliche Prüfung haben wir ebenso wenig vorgenommen wie eine Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags. Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts sind ebenso nicht Gegenstand der Vertragsprüfung.

Der HFA hat in seiner Stellungnahme HFA 6/1988 wesentliche Grundsätze zur Abgrenzung der Aufgabenstellung zwischen Vorstand und Verschmelzungsprüfer aufgestellt und insbesondere festgelegt, nach welchen Methoden die Angemessenheit zu ermitteln ist. Die in HFA 6/1988 getroffenen Empfehlungen sind nach herrschender Meinung auch für die Vertragsprüfung nach § 293e AktG anwendbar und grundsätzlich auch nach Aufhebung des Standards weiterhin zutreffend. Wir haben sie daher unserer Prüfung sinngemäß zugrunde gelegt.

Die materielle Prüfung erstreckt sich danach darauf, ob die für die Berechnung von Ausgleich und Abfindung zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Es ist nicht die Aufgabe des Prüfers, die für die Ableitung von Ausgleich und Abfindung erforderliche Unternehmensbewertung selbst durchzuführen.

Der sachverständige Prüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten.³⁹ Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind.⁴⁰

³⁹ § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁴⁰ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

Des Weiteren ist im Bericht anzugeben,⁴¹

- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgegebenen Abfindung und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung wieder und stellt in diesem Zusammenhang umfassend das Prüfungsvorgehen und die Prüfungsergebnisse im Einzelnen dar. Wegen detaillierter Zahlenangaben und der ausführlichen Begründungen für die Ermittlung von Ergebnis- und Wertbestandteilen verweisen wir zur Vermeidung von Wiederholungen auf die ausführlichen Angaben in der Gutachtlichen Stellungnahme, die dem Vertragsbericht als Anlage beigefügt ist.

Insoweit werden die Berichtsadressaten in die Lage versetzt, zwar bereits auf der Grundlage allein unseres Prüfungsberichts die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung nachvollziehen zu können, sich aber für weitergehende Detailinformationen bei Bedarf auch des Vertragsberichts, insbesondere der ihm beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme, zu bedienen.

⁴¹ § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

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

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Vertrag genannt und entsprechen der jeweiligen Satzung. Für die ADVA SE haben wir die gleichlautende Eintragung im Handelsregister eingesehen.⁴²

Leitung (§ 1 des Vertrags)

Die ADVA SE unterstellt der ADTRAN Holdings die Leitung ihrer Gesellschaft.⁴³ Dementsprechend ist die ADTRAN Holdings berechtigt, dem Vorstand von ADVA SE in Bezug auf die Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.⁴⁴ Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags.⁴⁵

Der Vorstand der ADVA SE ist verpflichtet, die Weisungen der ADTRAN Holdings nach § 1 Abs. 1 des Vertrags und in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.⁴⁶

Aus Gründen der Rechtssicherheit regelt der Vertrag, dass Weisungen der Textform bedürfen oder – sofern sie mündlich erteilt werden – unverzüglich in Textform zu bestätigen sind, sofern der Vorstand der ADVA SE dies verlangt.⁴⁷

Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags stehen mit den gesetzlichen Vorgaben⁴⁸ in Einklang. Klarstellend weisen wir darauf hin, dass das Gesetz keine Einschränkungen hinsichtlich des Sitzes des herrschenden Unternehmens macht. Das herrschende Unternehmen kann also – wie im vorliegenden Fall – auch ein Unternehmen sein, was seinen Sitz nicht in Deutschland hat.

Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)

Die ADVA SE verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an die ADTRAN Holdings abzuführen.⁴⁹ Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.⁵⁰

Abzuführen ist – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen –⁵¹ der gemäß § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag.⁵² Das ist nach derzeitigem Recht höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvor-

⁴² Nach den uns erteilten Auskünften ist in den USA ein vergleichbarer Auszug aus einem Firmenregister nicht verfügbar.

⁴³ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁴⁴ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 2 und 3 des Vertrags.

⁴⁵ Vgl. § 1 Abs. 3 des Vertrags.

⁴⁶ Vgl. § 1 Abs. 2 des Vertrags.

⁴⁷ Vgl. § 1 Abs. 4 des Vertrags.

⁴⁸ §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.

⁴⁹ Vgl. § 2 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁵⁰ § 291 Abs. 1, 2. Alt. AktG.

⁵¹ Vgl. § 2 Abs. 2 des Vertrags.

⁵² Vgl. § 2 Abs. 1 Satz 2 des Vertrags.

trag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.⁵³

Die ADVA SE kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der ADTRAN Holdings Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.⁵⁴ Derart gebildete Rücklagen können auf Verlangen der ADTRAN Holdings wieder aufgelöst und entweder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet oder als Gewinn abgeführt werden.⁵⁵ Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, dürfen weder zur Gewinnabführung noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.⁵⁶

Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für das am 1. Januar 2023 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr, in dem der Vertrag mit Eintragung in das Handelsregister der ADVA SE wirksam wird und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahrs der ADVA SE.⁵⁷ Sie wird jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr der ADVA SE fällig.⁵⁸

Die Regelungen zur Gewinnabführung stehen mit den gesetzlichen Vorgaben⁵⁹ bzw. der dazu ergangenen Rechtsprechung in Einklang. Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)

Die Vorschrift des § 302 AktG ist in ihrer Gesamtheit in der jeweils geltenden Fassung anzuwenden.⁶⁰ Nach der derzeit gültigen Fassung des § 302 Abs. 1 AktG ist die ADTRAN Holdings zur Verlustübernahme verpflichtet, indem sie jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen hat, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beiträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das am 1. Januar 2023 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr, in dem der Vertrag mit Eintragung in das Handelsregister der ADVA SE wirksam wird und erstreckt sich auf den gesamten Fehlbetrag des dann laufenden Geschäftsjahrs der ADVA SE.⁶¹ Die Verpflichtung zum Verlustausgleich durch die ADTRAN Holdings wird jeweils zum Ende eines Geschäftsjahrs der ADVA SE fällig.⁶² Für den Fall einer unterjährigen Beendigung des Vertrags ist der Verlustausgleich auf Grundlage einer Stichtagsbilanz zu ermitteln.⁶³

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

⁵³ § 301 Satz 1 AktG.

⁵⁴ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁵⁵ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁶ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags.

⁵⁷ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁵⁸ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁹ § 300 Nr. 1 i.V.m. §§ 150 Abs. 2, 301 AktG.

⁶⁰ Vgl. § 3 Abs. 1 des Vertrags.

⁶¹ Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁶² Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁶³ Vgl. § 3 Abs. 3 des Vertrags.

Ausgleichszahlung (§ 4 des Vertrags)

Die ADTRAN Holdings verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der ADVA SE für die Dauer des Vertrags als angemessenen Ausgleich eine jährlich wiederkehrende Geldleistung („Ausgleichszahlung“) zu zahlen.⁶⁴

Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der ADVA SE für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie der ADVA SE mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 brutto € 0,59 („Brutto-Ausgleichsbetrag“), abzüglich eines etwaigen Betrags für KSt und SolZ in Höhe des jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatzes („Netto-Ausgleichsbetrag“). Dabei ist dieser Abzug nur auf den Teil des Brutto-Ausgleichsbetrags vorzunehmen, der sich auf die der deutschen KSt unterliegenden Gewinne bezieht.⁶⁵

Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Zeichnung des Vertragsberichts (18. Oktober 2022) sind für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt) € 0,07 von dem Brutto-Ausgleichsbetrag abzuziehen.⁶⁶ Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Netto-Ausgleichsbetrag von € 0,52 je ADVA-Aktie. Klarstellend wird vereinbart, dass von dem Netto-Ausgleichsbetrag ggf. anfallende Quellensteuern (etwa KESt zuzüglich SolZ) entsprechend der gesetzlichen Vorschriften einbehalten werden.⁶⁷

Die Gewährung einer festen Ausgleichszahlung entspricht der gesetzlichen Regelung.⁶⁸

Hinsichtlich der Ermittlung der Höhe der Ausgleichszahlung und unserer Prüfung auf deren Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁶⁹

Gleichwohl weisen wir an dieser Stelle darauf hin, dass sich die vorstehend genannten Beträge auf Grundlage der Verhältnisse zum Zeitpunkt der Zeichnung des Vertragsberichts (18. Oktober 2022) ergeben. Maßgeblich für die Höhe der Ausgleichszahlung sind die Verhältnisse zum Tag der beschlussfassenden HV der ADVA SE (30. November 2022). Wir werden an diesem Tag eine Stichtagserklärung abgeben, in der wir feststellen, welche Beträge mit dem Kenntnisstand vom (30. November 2022) als angemessen anzusehen sind.

Auf Grundlage der heutigen Einschätzungen ist es möglich, dass sich der Basiszinssatz zwischenzeitlich erhöht. Ebenso kann sich auch der Verrentungszinssatz erhöhen. Schließlich ist es nicht ausgeschlossen, dass eine zwischenzeitliche Veränderung der Kapitalmarktverhältnisse auch den Ansatz der Marktrisikoprämie in abweichender Höhe angezeigt sein lässt.

Um diesen Unwägbarkeiten Rechnung zu tragen, hat der Bewertungsgutachter Berechnungen für verschiedene Szenarien vorgenommen, in denen er die übrigen Parameter der Bewertung unverändert gelassen hat (c.p.).⁷⁰ Diese Szenarien werden in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellt und die Auswirkungen auf die angemessene Ausgleichszahlung (c.p.) beziffert. Die Vertragspartner werden sich über

⁶⁴ Vgl. § 4 Abs. 1 des Vertrags.

⁶⁵ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁶⁶ Rein rechnerisch ergibt sich ein gerundeter Betrag für KSt einschließlich SolZ i.H.v. € 0,08 je ADVA-Aktie.

⁶⁷ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 4 des Vertrags.

⁶⁸ § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁶⁹ Vgl. Abschnitt D, insbesondere Abschnitt D.II, und Abschnitt D.V.8.b).

⁷⁰ Ceteris paribus (unter sonst gleichen Bedingungen); vgl. Abschnitt D.V.8.b).

die eventuell erforderlichen Anpassungen bei der Berechnung des Ausgleichsbetrags einigen. In der endgültigen Entwurfsfassung des Vertrags werden die dort genannten Beträge entsprechend angepasst.

Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag nach der ordentlichen HV der ADVA SE für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.⁷¹ Diese Regelung ist üblich und sachgerecht, da die Ausgleichszahlung als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.

Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der ADVA SE gewährt, in dem der Vertrag durch Eintragung in das Handelsregister der ADVA SE wirksam wird.⁷²

Der Brutto-Ausgleichsbetrag vermindert sich anteilig im Falle der Bildung eines Rumpfgeschäftsjahrs der ADVA SE oder im Falle der Beendigung des Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahrs der ADVA SE.⁷³

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁷⁴ sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur bestätigt.

Sollte die Ausgleichszahlung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁷⁵ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder im Fall eines Vergleichs im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG, soweit gesetzlich vorgesehen.

Abfindung (§ 5 des Vertrags)

Die ADTRAN Holdings verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der ADVA SE dessen ADVA -Aktien gegen eine Barabfindung i.H.v. € 17,21 je ADVA-Aktie zu erwerben.⁷⁶

Da die ADTRAN Holdings ihren Sitz in den USA hat, ist die nach § 305 AktG zu gewährende Abfindung als Barabfindung zu gewähren.⁷⁷

Hinsichtlich der Ermittlung der Höhe der Barabfindung und unserer Prüfung auf deren Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁷⁸

Die Verpflichtung der ADTRAN Holdings zum Erwerb der ADVA-Aktien ist befristet.⁷⁹ Eine Befristung des Abfindungsangebots ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen⁸⁰ stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.⁸¹

⁷¹ Vgl. § 4 Abs. 3 des Vertrags.

⁷² Vgl. § 4 Abs. 4 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁷³ Vgl. § 4 Abs. 5 des Vertrags.

⁷⁴ Vgl. § 4 Abs. 6 des Vertrags.

⁷⁵ Vgl. § 4 Abs. 7 des Vertrags.

⁷⁶ Vgl. § 5 Abs. 1 des Vertrags.

⁷⁷ § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG.

⁷⁸ Vgl. Abschnitt D, insbesondere Abschnitt D.I und Abschnitt D.V.8.a).

⁷⁹ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁸⁰ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 2 und 3 des Vertrags.

⁸¹ § 305 Abs. 4 AktG.

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁸² sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur bestätigt.

Die Übertragung der ADVA-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der ADVA SE kostenfrei.⁸³ Gesetzliche Vorgaben bestehen hier nicht.

Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁸⁴ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder im Fall eines Vergleichs im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG, soweit gesetzlich vorgesehen.

Ein befristetes Veräußerungsrecht im Fall der Kündigung des Vertrags⁸⁵ stellt sicher, dass den außenstehenden Aktionären, die das Barabfindungsangebot nicht angenommen haben und in der Gesellschaft verblieben sind, aus der Kündigung keine Nachteile entstehen. In diesem Fall lebt das Barabfindungsangebot i.H.v. € 17,21⁸⁶ je ADVA-Aktie wieder auf. Insoweit wird den Aktionären ein zusätzlicher, über das gesetzlich gebotene Maß hinausgehender Schutz gewährt.

Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, aber auch nicht erforderlich. Demnach gilt die gesetzliche Regelung, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit jährlich 5 %-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.⁸⁷

Auskunftsrecht (§ 6 des Vertrags)

Der ADTRAN Holdings werden Auskunftsrechte gewährt und der ADVA SE Auskunftsspflichten auferlegt.⁸⁸

Nach allgemeiner Ansicht ist das Auskunftsrecht des herrschenden Unternehmens Bestandteil der aus § 308 Abs. 1 AktG folgenden Konzernleitungsmacht. Die klarstellenden Regelungen sind nicht zu beanstanden.

⁸² Vgl. § 5 Abs. 3 des Vertrags.

⁸³ Vgl. § 5 Abs. 4 des Vertrags.

⁸⁴ Vgl. § 5 Abs. 5 des Vertrags.

⁸⁵ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

⁸⁶ Im Fall der Erhöhung in einem Spruchverfahren oder durch gerichtlich protokollierten Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens gilt bei Ausübung des Veräußerungsrechts der erhöhte Betrag (vgl. § 5 Abs. 6 Satz 2 des Vertrags).

⁸⁷ § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG.

⁸⁸ Vgl. § 6 des Vertrags.

Wirksamwerden und Dauer (§ 7 des Vertrags)

In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften⁸⁹ bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der HV der ADVA SE.⁹⁰

Er ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.⁹¹

Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung⁹² erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister der ADVA SE eingetragen worden ist, frühestens jedoch zu Beginn des am 1. Januar 2023 beginnenden Geschäftsjahres der ADVA SE.⁹³

Der Vertrag ist fest für zwei Geschäftsjahre der ADVA SE geschlossen („Erstlaufzeit“). Mit Ablauf der Erstlaufzeit und jeder nachfolgenden Folgelaufzeit verlängert sich der Vertrag automatisch jeweils um zwei weitere Geschäftsjahre der ADVA SE (jeweils eine „Folgelaufzeit“), falls er nicht schriftlich⁹⁴ mit einer Frist von sechs Monaten vor Ablauf der Folgelaufzeit von einer Partei gekündigt wird.⁹⁵ Aus wichtigem Grund kann der Vertrag von beiden Parteien ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt werden.⁹⁶

Rechtliche Vorgaben zur Laufzeit eines BGAV bestehen nicht. Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund⁹⁷ sind beachtet worden.⁹⁸

Bei einer Beendigung des Vertrags ist den Gläubigern der ADVA SE nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.⁹⁹

Schlussbestimmungen (§ 8 des Vertrags)

Die Schlussbestimmungen entsprechen üblicher Vertragstechnik und sind nicht zu beanstanden.

Prüfungsergebnis

Der Vertrag enthält die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig und entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

⁸⁹ § 293 Abs. 1 AktG.

⁹⁰ Vgl. § 7 Abs. 1 des Vertrags.

⁹¹ § 293 Abs. 3 AktG.

⁹² § 294 Abs. 2 AktG.

⁹³ Vgl. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁹⁴ Vgl. § 7 Abs. 8 des Vertrags.

⁹⁵ Vgl. § 7 Abs. 3 des Vertrags.

⁹⁶ Vgl. § 7 Abs. 4 des Vertrags.

⁹⁷ § 297 Abs. 1 AktG.

⁹⁸ Vgl. § 7 Abs. 4 bis 6 des Vertrags.

⁹⁹ Vgl. § 7 Abs. 7 des Vertrags.

D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung

Bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Squeeze-out, Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags) ist Minderheits- bzw. außenstehenden Aktionären eine angemessene Kompensation (Abfindung bzw. Ausgleichszahlung) zu gewähren.

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen¹⁰⁰ und entsprechend der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die geeignete Basis zur Ermittlung einer Abfindung. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.

Eine bestimmte Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts ist rechtlich nicht vorgegeben. Die angewandte Methode muss allerdings in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.¹⁰¹ Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.

Bei Unternehmen, deren Anteile an Börsen gehandelt werden, ist es denkbar, den Unternehmenswert auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung abzuleiten. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie z.B. von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Handelsumsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt.

Eine denkbare Berücksichtigung des Börsenwerts beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Zur Verifizierung dieser Annahme ist es stets erforderlich, eine fundamentale Unternehmensbewertung durchzuführen und dadurch einen Vergleichsmaßstab zu ermitteln.

Bei der Umrechnung des ermittelten gesamten Unternehmenswerts auf eine Aktie sind eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts¹⁰² gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

Nach der Rechtsprechung des BVerfG¹⁰³ und des BGH¹⁰⁴ stellt der Börsenkurs als Desinvestitionspreis grundsätzlich die Untergrenze einer zu gewährenden Abfindung dar, wenn dieser den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, ist im

¹⁰⁰ Vgl. insbesondere Bundesverfassungsgericht („BVerfG“), Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, S. 108 ff.

¹⁰¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016, II ZB 25/14, AG 2017, S. 790 ff.

¹⁰² Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

¹⁰³ „BVerfG“; vgl. Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

¹⁰⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

Einzelfall zu prüfen. Bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses ist dies nicht der Fall. Stets ist bei Heranziehung des Börsenkurses auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen.

Die bei einem Squeeze-out geschuldete Abfindung kann sich darüber hinaus auch aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen ergeben, die nach einem zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bestehenden Unternehmensvertrag zu leisten sind. Da der Ausgleichsanspruch nur die Aussicht auf Dividende ersetzt, nicht aber den Anteil an der Vermögenssubstanz, stellt dieser Barwert regelmäßig nur den Mindestwert der Abfindung dar.¹⁰⁵

Auf die Berücksichtigung von Preisen, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens an andere Aktionäre gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), besteht verfassungsrechtlich bei der Bemessung der Barabfindung kein Anspruch.¹⁰⁶

II. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Ausgleichszahlung

Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag in den Fällen, in denen die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinns verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren.¹⁰⁷

Als Ausgleichszahlung ist im Regelfall¹⁰⁸ gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Nach der Rechtsprechung des BGH¹⁰⁹ wird der Ausgleich durch Verrentung aus dem Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag abgeleitet.

Ausgangsgröße für die Ermittlung des Ausgleichs ist nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG grundsätzlich der Ertragswert.¹¹⁰ Der Ertragswert bildet die erwarteten und auf den Bewertungsstichtag abgezinsten Zahlungen zwischen Unternehmen und Unternehmenseigentümern ab. Durch eine Verrentung des Ertragswerts wird sichergestellt, dass die periodenspezifisch in unterschiedlicher Höhe erwarteten Zahlungen in einen „durchschnittlichen Gewinnanteil“ umgerechnet werden. Der Verwendung des Ertragswerts steht nicht entgegen, dass der „durchschnittliche Gewinnanteil“ ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen zu ermitteln ist. Zwar werden bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig

¹⁰⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20, AG 2020, S. 949 ff. („Wella“).

¹⁰⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, a.a.O.

¹⁰⁷ § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG.

¹⁰⁸ Sofern nicht von der in bestimmten Fällen nach § 304 Abs. 2 Satz 2 AktG bestehenden Möglichkeit, die Ausgleichszahlung aus dem Umtauschverhältnis der Vertragsparteien abzuleiten, Gebrauch gemacht wird.

¹⁰⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1745 ff., „Ytong-Beschluss“.

¹¹⁰ Vgl. MüKoAktG, von Rossum, § 304, Rz. 77. Das OLG Frankfurt am Main hat in einer jüngeren Entscheidung (Beschluss vom 26. April 2021, 21 W 139/19, <https://www.rv.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE210000896>) allerdings den Unternehmenswert aus dem Börsenkurs und die Ausgleichszahlung ebenfalls auf dieser Grundlage abgeleitet.

Thesaurierungen angesetzt. Diese stärken allerdings die Ertragsbasis späterer Jahre, so dass eine Einbehaltung von Gewinnen keine Minderung des durchschnittlich verteilbaren Gewinnanteils darstellt.

Mit dem Ytong-Beschluss hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Brutto-Gewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) KSt in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist.¹¹¹ Als „erwirtschafteter Gewinn“ ist nach Auffassung des BGH der Gewinn vor KSt anzusehen. Anpassungen der KSt haben dementsprechend Anpassungen der zu leistenden Ausgleichszahlung nach KSt zur Folge. Nach Auffassung des BGH verletzt diese Vorgehensweise nicht das Stichtagsprinzip, weil bei der Festsetzung des Ausgleichs der durchschnittlich verteilbare Brutto-Gewinn als feste Größe aus dem objektivierten Wert des Unternehmens abzuleiten sei. Für diesen seien nur die Organisationsverhältnisse sowie die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des Unternehmens maßgeblich, die am Bewertungsstichtag vorhanden sind, nicht aber der KSt-Tarif.

In der Literatur wurde diese Rechtsprechung dahingehend kritisiert, dass eine Änderung der Besteuerung nach dem Bewertungsstichtag lediglich hinsichtlich des KSt-Tarifs zu berücksichtigen ist. Es gebe keinen systematischen Grund, die deutsche KSt methodisch anders zu berücksichtigen als die GewSt oder ausländische Ertragsteuern. Zudem müssten konsequenterweise auch Änderungen bei der Bestimmung der Bemessungsgrundlage der KSt berücksichtigt werden.

Im Ytong-Beschluss hat der BGH ferner festgestellt, dass das gesondert bewertete Vermögen¹¹² bei der Ermittlung des Ausgleichs nicht zu berücksichtigen ist und dass die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen hat.

Teile dieses Beschlusses sind über den entschiedenen Einzelfall hinaus, für den das bis zum 31. Dezember 2000 geltende Anrechnungsverfahren maßgeblich war, nicht anwendbar.

Das gilt insbesondere für die Bestimmung des Verrentungszinssatzes. Der Beschluss des BGH berücksichtigt nicht, dass die (festen) Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen als (unsichere) Dividendenzahlungen. Das Risiko des außenstehenden Aktionärs vor Abschluss eines Unternehmensvertrags wird im Kapitalisierungszinssatz beziffert. Angesichts eines geringeren Risikos nach Abschluss des Unternehmensvertrags muss der Verrentungszinssatz demzufolge niedriger sein als der Kapitalisierungszinssatz.

Zur Bezifferung des im Verrentungszinssatz zu berücksichtigenden Risikos ist zunächst zu beachten, dass die Risikolage des außenstehenden Aktionärs während der Laufzeit des Unternehmensvertrags durch die Bonität des zur Zahlung des Ausgleichs verpflichteten Vertragspartners bestimmt wird. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass regelmäßig auch das Risiko besteht, dass der Vertrag beendet wird. In diesem Fall hat der Aktionär nach Beendigung des Vertrags wieder das volle Risiko unsicherer Dividendenzahlungen zu tragen, zumal die Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit – auch durch für das beherrschte Unternehmen nachteilige Maßnahmen – gemindert sein könnte.

¹¹¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003, a. a. O.

¹¹² Insbesondere das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

Der Verrentungszinssatz wird deshalb in der Bewertungspraxis regelmäßig als Mittelwert aus dem der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden barwertäquivalenten risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz und dem quasi-risikolosen Basiszinssatz berechnet. In Fällen, in denen das vorstehend genannte Risiko einer Beendigung des Vertrags wegfällt, weil der Vertrag vorsieht, dass die außenstehenden Aktionäre berechtigt sind, ihre Aktien auch nach Ablauf einer ursprünglichen Befristung erneut dem anderen Vertragsteil zur vertraglich festgelegten Abfindung andienen zu können, ist es jedoch sachgerecht, bei der Bestimmung des Verrentungszinssatzes ausschließlich auf die Bonität des zur Zahlung des Ausgleichs verpflichteten Vertragspartners bzw. eines dafür einstehenden Dritten abzustellen.

Nach inzwischen wohl überwiegender Auffassung ist es nicht sachgerecht, Sonderwerte bei der Ermittlung des Ausgleichs gänzlich außer Acht zu lassen.¹¹³ Zumindest Sonderwerte für Sachverhalte, die auch beim Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hätten berücksichtigt werden können, aus Darstellungsgründen aber gesondert angesetzt worden sind, sind zwingend zu berücksichtigen. Da auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen zum Gewinn des Unternehmens beitragen kann, werden in der Bewertungspraxis regelmäßig auch die Sonderwerte mit in den zu verrentenden Unternehmenswert einbezogen.

III. Bewertungsgrundsätze und -methoden

Rechtlich ist eine bestimmte Bewertungsmethode nicht vorgeschrieben.

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich regelmäßig aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erbringen kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

In Betriebswirtschaftslehre, Rechtsprechung und Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden, herausgebildet. Diese haben ihren Niederschlag insbesondere im IDW S 1 gefunden.

Der fundamentale Unternehmenswert ist nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen als ein von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängiger Wert (objektivierter Unternehmenswert) und unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner zu ermitteln.¹¹⁴ Der objektivierte Unternehmenswert ergibt sich i.d.R. als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer sog. Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept.

¹¹³ Vgl. MüKoAktG, van Rossum, § 304, Rz. 91.

¹¹⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 29.

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen der Unternehmenseigner.¹¹⁵ Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.¹¹⁶ Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitions-theoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.¹¹⁷

Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. den Wertansätzen anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.¹¹⁸

Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung u.a. hinsichtlich Unsicherheit, Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.¹¹⁹

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.¹²⁰

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.¹²¹ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.¹²² Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren und/oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.¹²³ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

¹¹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

¹¹⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

¹¹⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

¹¹⁸ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

¹¹⁹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kap. A, Rz. 210 ff.

¹²⁰ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 332.

¹²¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

¹²² Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

¹²³ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

I.R.d. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und ggf. in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Der IDW S 1 unterscheidet zwischen echten und unechten Synergien.

Echte Synergien betreffen Veränderungen, die infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist, realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar. Nur die unechten Synergien sind, sofern die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen, bei einer objektivierte Bewertung zu berücksichtigen.¹²⁴

Bei der Bewertung von Unternehmen, die Obergesellschaft eines Konzerns sind, können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.¹²⁵ Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts¹²⁶ und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.¹²⁷

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase¹²⁸ eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.¹²⁹

Für die zweite Phase¹³⁰ ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel der zweiten Phase wird dabei unterstellt, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.¹³¹

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei verfügbaren Netto-Zuflüsse an den Investor bestimmt. Diese Netto-Zuflüsse sind nach den Empfehlungen des IDW unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertrag-

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

¹²⁵ Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).

¹²⁶ Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

¹²⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

¹²⁸ Die sog. Detailplanungsphase.

¹²⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

¹³⁰ Die sog. Phase der ewigen Rente.

¹³¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

steuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.¹³² Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erforderlich.¹³³

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird bei der (unmittelbaren) Typisierung – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – von den steuerlichen Verhältnissen einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen und nicht wesentlich beteiligten natürlichen Person ausgegangen. I.R.d. Typisierung sind sachgerechte Annahmen zur persönlichen Besteuerung der Netto-Zuflüsse aus dem Bewertungsobjekt bzw. aus der Alternativanlage zu treffen.

Im seit dem Jahr 2009 in Deutschland gültigen System der Abgeltungssteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen Nominalsteuersatz von 26,375 %.¹³⁴ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW¹³⁵ ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringen effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.

Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.¹³⁶ Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.

Der zur Ableitung des Barwerts anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.¹³⁷ Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model¹³⁸ in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Bei einer Bewertung unter unmittelbarer Berücksichtigung von Ertragsteuern sind ertragsteuerliche Einflüsse auf Ebene der Anteilseigner nach dem Äquivalenzprinzip auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

¹³² Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

¹³³ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.

¹³⁴ ESt einschließlich SolZ; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

¹³⁵ „FAUB“.

¹³⁶ Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. FAUB, IDW-FN 2007, S. 443 ff.

¹³⁷ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 331.

¹³⁸ „CAPM“.

Ein ggf. vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist i.R.d. Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zu berücksichtigen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Eine Berücksichtigung als Sonderwert kommt auch für andere Sachverhalte, die i.R.d. Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, in Betracht.

2. Liquidationswert und Substanzwert

Gemäß IDW S 1 kommt als Untergrenze für den Unternehmenswert der Liquidationswert in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Da dem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts i.d.R. keine eigenständige Bedeutung zu.

3. Vereinfachte Preisfindungen

Zur Plausibilisierung der auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer „fundamentalanalytischen“ Unternehmensbewertung treten.¹³⁹

Die Plausibilisierung eines Unternehmenswerts erfolgt nach dieser Vorgehensweise anhand eines mittels Multiplikators bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen¹⁴⁰ oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

Die auf Basis von Multiplikatoren ermittelten Werte können i.d.R. nur einen ersten groben Anhaltspunkt geben. Zum einen berücksichtigen einige Multiplikatoren unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend. Zum anderen sind die Prognosezeiträume der Schätzungen von Analysten für die Peers oftmals nicht lang genug, um die auf Grundlage interner Daten in einer fernerer Zukunft für das Bewertungsobjekt erwarteten Veränderungen angemessen berücksichtigen zu können. Schließlich können auch weitere Besonderheiten des Bewertungsobjekts wie z.B. Verlustvorträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen die Aussagekraft von Multiplikator-Bewertungen einschränken.

Bei aus Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist darüber hinaus zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise von der Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise subjektive Erwartungshaltungen, insbesondere zu den erzielbaren Synergieeffekten. Zudem sind die konkreten Ausgestaltungen der Verträge und deren Einfluss auf den vereinbarten Kaufpreis i.d.R. nicht bekannt. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes für die Plausibilisierung eines objek-

¹³⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

¹⁴⁰ „Peers“: gemeinsam „Peer Group“.

tivierten Unternehmenswerts im Vergleich zu aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren regelmäßig geringer.

Die durch vergleichende Analysen ermittelten Verhältniszahlen lassen sich somit nur eingeschränkt auf das Bewertungsobjekt übertragen. Eine Multiplikator-Bewertung ermöglicht es i.d.R. gleichwohl, das Bewertungsergebnis durch Vergleich mit den ermittelten Bandbreiten einer abschließenden Gesamtwürdigung zu unterziehen.

4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.¹⁴¹

Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einer Strukturmaßnahme entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs i.d.R. keine Rolle. In Ausnahmefällen können diese von Gerichten bei der Schätzung des Unternehmenswerts herangezogen werden.¹⁴²

Nach Auffassung des FAUB¹⁴³ ist der Wert eines Unternehmens bzw. von Unternehmensanteilen grundlegend zu unterscheiden von Börsenkursen bzw. von einer auf der Basis von Börsenkursen ermittelten Börsenkapitalisierung.

Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden. Insoweit ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich. Bei diesem handelt es sich um den Preis, zu dem eine einzelne Aktie – nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes – unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können. Zur Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung durch einen Börsenkurs kommt es lediglich darauf an, ob tatsächlich eine Veräußerung zu diesem Kurs möglich war.

Während das Ausmaß der Informationseffizienz und die damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt bei der Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung nicht maßgeblich ist, lässt sich der Unternehmenswert aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nur dann aus Börsenkursen ableiten, wenn er streng informations- und alloktionseffizient ist.

In der Realität liegt nach Auffassung des FAUB eine solche strenge Informationseffizienz nicht vor. Demzufolge könne insbesondere bei sog. dominierten Bewertungsanlässen aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nicht unmittelbar aus den Börsenkursen auf den Unternehmenswert geschlossen werden.

Soweit für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese allerdings zur Plausibilitätsbeurteilung der nach anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Methoden ermittelten Werte heranzuziehen. Hier-

¹⁴¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

¹⁴² Vgl. dazu OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021, 21 W 38/15, AG 2022, S. 83 ff.

¹⁴³ Vgl. dazu nachfolgend WPg 2021, S. 958 ff.

bei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹⁴⁴

IV. Prüfungsvorgehen

Die Vertreter der ADTRAN Holdings-Gruppe, insbesondere der ADVA SE, bzw. des Bewertungsgutachters haben uns mündlich wie schriftlich insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit von ADVA einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse¹⁴⁵
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

Mit Hilfe der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der ergänzenden, mündlich erteilten Informationen haben wir die Planungsansätze auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit geprüft sowie die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen.

Daneben haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, vorgenommen.

Schwerpunkte unserer Prüfung waren die folgenden Fragestellungen:

- Plausibilität der von der Gesellschaft vorgelegten Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Netto-Einnahmen in der Detailplanungsphase¹⁴⁶ einschließlich einer Fortschreibung¹⁴⁷
- Stichhaltige Begründung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Netto-Einnahmen
- Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
- Identifizierung und ggf. sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie z.B. nicht betriebsnotwendigem Vermögen
- Beurteilung anderer Bewertungsmethoden und Vergleichsmaßstäbe zwecks Plausibilisierung des Ertragswerts nach IDW S 1
- Ableitung des Ausgleichs aus dem Unternehmenswert, insbesondere des dabei verwendeten Verrentungszinssatzes

Neben diesen inhaltlichen Schwerpunktsetzungen haben wir bei unserer Prüfung Schwerpunkte nach der wertmäßigen Bedeutung einzelner Bestandteile des Ergebnisses bzw. der Netto-Einnahmen gesetzt.

¹⁴⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

¹⁴⁵ Auch EBIT (Earnings Before Interest and Taxes = Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern).

¹⁴⁶ Geschäftsjahre 2022 bis 2026.

¹⁴⁷ Geschäftsjahre 2027 bis 2030.

Bei der Plausibilisierung der Planungsrechnung haben wir den „IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)“ beachtet. Maßstäbe für die Plausibilität sind danach:

- Die rechnerische und formelle Plausibilität
- Die materielle, interne Plausibilität
- Die materielle, externe Plausibilität

Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt danach eine Grundlage zur materiellen, internen Plausibilisierung der Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben wurden und in der Gutachtlichen Stellungnahme auch zutreffend dargestellt sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit¹⁴⁸ unter Heranziehung weiterer Aufgliederungen und Erläuterungen analysiert.

Um die Qualität des Planungswesens von ADVA einschätzen zu können, haben wir uns zunächst den regulären Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht. Darüber hinaus haben wir uns darlegen lassen, wie ADVA die aktualisierte Planungsrechnung, die der Bewertung zugrunde liegt, erstellt hat.

Die Qualität des Planungswesens lässt sich insbesondere auch anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Dabei wird in der Bewertungspraxis zumeist nur auf die Budgets des jeweiligen Folgejahres abgestellt, da die Planungsgenauigkeit i. d. R. mit einem zunehmendem Planungshorizont abnimmt.

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 erzielten Umsatzerlöse, dem jeweiligen EBIT, Ergebnis vor Ertragsteuern¹⁴⁹ und Jahresergebnis (Ist) mit den jeweils für sie prognostizierten Werten (Plan) überprüft. Der Vergleich beinhaltet die – ab Juli erstellten und bis zum November des jeweiligen Vorjahres finalisierten – Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr). Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift auf die (bereinigten) Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich; materielle interne Plausibilität) sowie auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Betriebsvergleich; materielle externe Plausibilität) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzahlen für die Geschäftsjahre 2022 bis 2026¹⁵⁰ die weitere Entwicklung von ADVA mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.

Die von ADVA vorgelegte Planungsrechnung ist Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts durch den Bewertungsgutachter. Demzufolge haben wir geprüft, ob die Planungsrechnung vollständig und richtig in

¹⁴⁸ Geschäftsjahre 2019 bis 2021.

¹⁴⁹ „EBT“ (Earnings Before Taxes).

¹⁵⁰ Budget 2022 sowie weitere Planjahre 2023 bis 2026; insgesamt „Detailplanungsphase“.

das Bewertungsmodell übernommen worden ist. Zudem haben wir untersucht, ob das Bewertungsmodell insgesamt methodisch konsistent ist.

Gegenüber der gesellschaftseigenen Planungsrechnung hat PVT bewertungssystematische Modifikationen in das zur Wertableitung verwendete Modell eingearbeitet.¹⁵¹ Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Modifikationen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der entsprechenden Berechnungen verifiziert.

Da das prognostizierte Ergebnis auch im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2026) nach Auffassung des Bewertungsgutachters nicht dem nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden Ergebnis entspricht, hat er ein nachhaltig für das Ergebnis im Durchschnitt zu erwartendes Niveau geschätzt. Durch Zwischenschaltung einer Konvergenzphase von weiteren vier Jahren (2027 bis 2030) hat er das Ergebnis normalisiert und unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen in die Fortführungsphase (2031 ff.)¹⁵² überführt. Wir haben die dabei getroffenen Annahmen und die zugehörigen Berechnungen einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Die Planung der Gesellschaft ist als integrierte Planungsrechnung gestaltet. Aus der vorgelegten Bilanzplanung ergibt sich eine erhebliche Erhöhung der Liquidität und des Eigenkapitals, da Ausschüttungen auskunftsgemäß auch in Zukunft nicht vorgenommen werden sollen.

Da die Planung der Gesellschaft somit eine Verwendung der über die betriebsnotwendige Liquidität hinausgehende Überschussliquidität nicht vorsieht, hat der Bewertungsgutachter in seinem Modell unterstellt, dass die Überschussliquidität am Ende eines jeden Planjahres (2022 bis 2026) ausgeschüttet wird. Des Weiteren hat er dabei ein marktdurchschnittliches Ausschüttungsverhalten unterstellt. Soweit die integrierte Planungsrechnung von ADVA eine konkrete Verwendung der erzielten Ergebnisse i.R.d. Innenfinanzierung nicht vorsieht und auch nach Berücksichtigung der unterstellten Ausschüttungen Beträge aus dem Ergebnis eines Geschäftsjahres verbleiben, hat der Bewertungsgutachter diese fiktiv unmittelbar den Aktionären der ADVA SE zugerechnet. Wir haben die zugrundeliegenden Überlegungen nachvollzogen und die Berechnungen der sich auf dieser Grundlage ergebenden persönlichen Ertragsteuern und der resultierenden Netto-Einnahmen der Aktionäre verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat den Kapitalisierungszinssatz unter Verweis auf die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativinvestition ermittelt. Wir haben die Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Beobachtungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.

Bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes hat der Bewertungsgutachter der Tatsache Rechnung getragen, dass das Ergebnis der Ermittlung eines Unternehmenswerts nur eine Schätzung sein kann. Demzufolge hält er es für sachgerecht,¹⁵³ keinen Punktwert, sondern Bandbreiten zu ermitteln. Da insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie kontrovers diskutiert wird und insoweit einer Bandbreiten-

¹⁵¹ Umgliederung von Restrukturierungs- und transaktionsbezogenen Aufwendungen sowie Anpassung der Bilanz aufgrund der Annahme einer jährlichen Ausschüttung der über die betriebsnotwendige Liquidität hinausgehenden Liquidität (Minderung der geplanten Beträge für Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente sowie den Bilanzgewinn um die jeweilige Ausschüttung).

¹⁵² Auch „Phase der ewigen Rente“ oder „TV“ (Terminal Value).

¹⁵³ In Übereinstimmung mit den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main („DFVA-Empfehlungen“), und seinem Auftrag entsprechend.

betrachtung zugänglich ist, hat er den oberen und unteren Wert einer Bandbreite für die Höhe der Markt-
risikoprämie nach persönlichen Steuern modelliert und daraus eine Bandbreite für den Unternehmens-
wert abgeleitet.

Aufgrund der Tatsache, dass die Barabfindung mit einem bestimmten Wert festzulegen ist und diese re-
gelmäßig aus dem Unternehmenswert abzuleiten ist, haben wir den Unternehmenswert verifiziert, aus
dem sich die festgelegte Barabfindung ergibt. Insoweit beziehen sich unsere Ausführungen vorrangig auf
die Höhe der Markt-
risikoprämie, die diesem Unternehmenswert entspricht.

Der Bewertungsgutachter hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen
Bewertungsstichtag (31. Dezember 2021) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der
beschlussfassenden HV der ADVA SE (30. November 2022), aufgezinst. Wir haben diese Berechnung
nachvollzogen.

Sachverhalte, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet wer-
den können, namentlich insbesondere nicht betriebsnotwendiges Vermögen, hat der Bewertungsgutach-
ter nicht identifiziert. Wir haben verifiziert, ob diese Einschätzung zutreffend ist.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der ADVA SE nicht ermittelt. Wir haben die in der
Gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Überlegungen und die sich daraus ergebende Schlussfolge-
rung, dass der Fortführungswert über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegt, verifi-
ziert.

Über die von ihm ermittelte Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus
hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch eine Bandbreite für den Unter-
nehmenswert vor persönlichen Steuern und unter Einbeziehung des gesamten Synergiepotenzials in die
Bewertung der ADVA SE ermittelt. Er hat diese Bandbreite für den Unternehmenswert jeweils auf eine
ADVA-Aktie umgerechnet, und weitere Bandbreiten für den Wert je ADVA-Aktie auf der Grundlage von
Multiplikatoren ermittelt und diese auch in Relation zu den für die ADVA-Aktie gezahlten Preisen gesetzt.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des Un-
ternehmenswerts¹⁵⁴ auf.

Der Bewertungsgutachter hat auch die von ihm ermittelten Bandbreiten für den Unternehmenswert nach
IDW S 1 jeweils auf eine Aktie umgerechnet und sich mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs
als Verkehrswert der Aktie eine mögliche Untergrenze der angemessenen Barabfindung darstellt. Wir
haben die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat den angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG durch Verrentung des
Unternehmenswerts ermittelt. Wir haben die erforderlichen Ausgangsgrößen abgestimmt und die rech-
nerische Herleitung des Ausgleichs verifiziert.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung und Ausgleichszahlung ergibt sich aus den Verhältnissen zum
Bewertungsstichtag (30. November 2022). Wir werden am Tage der über den Abschluss des vorgese-

¹⁵⁴ Unternehmenswert, der sich aus der festgelegten Barabfindung ergibt.

nenen BGAV beschlussfassenden Hauptversammlung verifizieren, welche Barabfindung und Ausgleichszahlung zu diesem Zeitpunkt als angemessen anzusehen sind.

Dabei wird zum einen zu überprüfen sein, ob sich die Erwartungen in Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung der ADVA gegenüber dem heutigen Erkenntnisstand verändert haben. Zum anderen wird zu überprüfen sein, ob sich die Verhältnisse am Kapitalmarkt zwischenzeitlich verändert haben.

Die von uns geprüften Analysen des Bewertungsgutachters haben ergeben, dass nicht zu erwarten ist, dass sich aus einer Veränderung der Kapitalmarktverhältnisse eine angemessene Barabfindung ergibt, die die vorgeschlagene Barabfindung übersteigt.

Der Bewertungsgutachter hält es allerdings für denkbar, dass eine Veränderung der Kapitalmarktverhältnisse eine Veränderung der Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung zur Folge hat. Um einer denkbaren Entwicklung steigender Zinssätze Rechnung zu tragen, hat er eine Sensitivitätsbetrachtung angestellt, bei der die Höhe des Basiszinssatzes und eventuelle Folgen aus einer Veränderung der Höhe des Basiszinssatzes auf die Höhe der Marktrisikoprämie variiert sind, alle übrigen Parameter der Bewertung aber den aus heutiger Sicht plausiblen bzw. sachgerechten Annahmen entsprechen (c.p.).

Die Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung ergibt sich aus der Verrentung des in dieser Sensitivitätsbetrachtung c.p. ermittelten Unternehmenswerts, wobei ein anteiliger Unternehmenswert, der die Untergrenze der Barabfindung¹⁵⁵ nicht erreicht, der Berechnung der Ausgleichszahlung nicht zugrunde gelegt wird, sondern anstelle dessen die Untergrenze der Barabfindung verrentet wird.

Der Bewertungsgutachter hat ermittelt, wie sich die Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung verändert, wenn sich der Verrentungszinssatz parallel zu einer Erhöhung des Basiszinssatzes erhöht.¹⁵⁶ Wir haben geprüft, ob die sich auf dieser Grundlage ergebenden weiteren Ergebnisse zur Höhe der Ausgleichszahlung c.p. als angemessen anzusehen wären.

¹⁵⁵ Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs in den drei Monaten vor Ankündigung, einen BGAV abschließen zu wollen.

¹⁵⁶ Sich also die Verrentungsbasis ebenfalls – wie zuvor dargestellt – verändert.

V. Prüfungsfeststellungen

1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die ADVA SE als Bewertungsobjekt hat ihren Sitz in Meiningen und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Jena unter HRB 508155 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Märzenquelle 1-3, 98617 Meiningen.

Die Satzung der ADVA SE wurde zuletzt durch Beschluss des Aufsichtsrats vom 3. Januar 2022 geändert. Diese Änderung betrifft eine Erhöhung des Grundkapitals durch Ausgabe neuer Aktien wegen des Umtauschs von Bezugsrechten aus Aktienoptionen. Die zwischenzeitliche Ausgabe weiterer Optionen wird auskunftsgemäß zum Ende eines Geschäftsjahres in Summe bei einer Anpassung der Satzung entsprechend berücksichtigt.

Gemäß § 2 der Satzung ist der Unternehmensgegenstand wie folgt definiert:

- Gegenstand des Unternehmens ist die Entwicklung, Produktion, Vermarktung und der Vertrieb von optischen, opto-elektronischen und elektronischen Geräten, Software und Systemen sowie die Erbringung von Dienstleistungen in diesem Zusammenhang. (Absatz 1)
- Die Gesellschaft kann alle Geschäfte durchführen, die dem Gesellschaftsgegenstand unmittelbar oder mittelbar dienen. (Absatz 2)
- Die Gesellschaft ist berechtigt, sich an Unternehmen mit gleichem oder ähnlichem Unternehmensgegenstand zu beteiligen und für sie tätig zu werden. Sie darf Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten. Die Gesellschaft ist außerdem ermächtigt, ihren Betrieb ganz oder teilweise in verbundene Unternehmen auszugliedern oder verbundenen Unternehmen zu überlassen. (Absatz 3)

Das Geschäftsjahr der ADVA SE entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 51.958.800,00 und ist in 51.958.800 auf den Inhaber lautende, nennwertlose und gattungsgleiche Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 je Aktie eingeteilt. Nach den Angaben im Vertragsbericht hält die ADVA SE keine eigenen Aktien.

Der Vorstand der ADVA SE ist ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 21. Mai 2024 gegen Bar- oder Sacheinlagen um bis zu € 24.965.477,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2019/I). Das Grundkapital ist darüber hinaus zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertragsberichts bedingt um bis zu € 3.587.561,00¹⁵⁷ (Bedingtes Kapital 2011/I) zur Gewährung von Optionsrechten erhöht. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung der gutachtlichen Stellungnahme standen noch 134.700 Aktienoptionen aus.

Die ADVA-Aktien (ISIN DE0005103006) sind zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungspflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem („XETRA“) der Deutschen Börse AG, Frankfurt am Main, gehandelt werden. Ferner werden die Aktien in den Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen und über Tradegate Exchange gehandelt. Die ADVA-Aktien

¹⁵⁷ Stand bei Aufstellung des Vertragsberichts; zum 31. Dezember 2021 als Aufsatzzeitpunkt der Bewertung belief sich das Bedingte Kapital 2011/I auf € 4.100.469,00).

waren im Aktienindex CDAX¹⁵⁸ und SDAX¹⁵⁹ enthalten. Im Rahmen der Übernahme durch die ADTRAN Holdings ersetzte die Aktie der ADTRAN Holdings ab dem 15. Juli 2022 die ADVA-Aktie im SDAX. Ab dem 19. September 2022 wird die Aktie der ADTRAN Holdings anstelle des SDAX im MDAX¹⁶⁰ und zusätzlich im TecDAX¹⁶¹ berücksichtigt.

Nach den Angaben im Vertragsbericht hält die ADTRAN Holdings zum 18. Oktober 2022 unmittelbar 33.957.358 ADVA-Aktien. Dies entspricht einem Anteil am ausstehenden Grundkapital der Gesellschaft von rd. 65,35 %. Entsprechend der veröffentlichten Stimmrechtsanteile halten zwei weitere Aktionäre rd. 5,02 % bzw. rd. 4,98 % der ADVA-Aktien. Die übrigen Aktien (rd. 24,65 %) befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Im Jahr 2022 erwarb die ADTRAN Holdings eine Mehrheitsbeteiligung an der ADVA SE.

Im Vorfeld hatten die ADTRAN, Inc., Wilmington, Delaware/USA,¹⁶² die ADTRAN Holdings¹⁶³ und ein weiteres verbundenes Unternehmen der ADTRAN Holdings im Anschluss an Verhandlungen mit der ADVA SE am 30. August 2021 eine Grundsatzvereinbarung über den Zusammenschluss ihrer Unternehmen geschlossen. Gemäß den seinerzeit präsentierten Folgen des Zusammenschlusses sollten sich die jährlich erzielbaren kostenseitigen Synergien aus dem Zusammenschluss im Verlauf von zwei Jahren nach dem Closing auf rd. \$ 52 Mio. vor Unternehmenssteuern belaufen.

Am 30. August 2021 hat die ADTRAN Holdings ihre Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots veröffentlicht. Den Aktionären wurde gemäß der am 12. November 2021 veröffentlichten Angebotsunterlage die Möglichkeit eröffnet, eine ADVA-Aktie gegen 0,8244 Aktien der ADTRAN Holdings¹⁶⁴ zu tauschen. Im Vergleich zu den Kursen der Aktien der ADTRAN vom 27. August 2021, dem letzten Börsenkurs vor Veröffentlichung des Angebots, entspricht die Gegenleistung einer Prämie von rd. 33,2 % für die Aktionäre der ADVA SE. Im Vergleich zu den Durchschnittskursen im Zeitraum von drei bzw. sechs Monaten bis zum 27. August 2021 beläuft sich die Prämie auf rd. 21,9 % bzw. 22,8 %.

Gemäß der Angebotsunterlage hat die ADVA SE aufgrund des sich ergänzenden Charakters des Produkt- und Dienstleistungsangebots das Potenzial, das Kundenangebot beider Unternehmen zu verbessern und die Position des neuen Konzerns als vollständig integriertes End-to-End-Glasfaserzugangs- und Transportportfolio im Rahmen einer moderne, SDN-kontrollierten¹⁶⁵ Infrastruktur zu festigen. Aufgrund des sich ergänzenden Charakters ihrer Unternehmen wurde zum Zeitpunkt der Erstellung der Angebotsunterlage das Potenzial gesehen, durch Skalierungsmöglichkeiten in der Lieferkette, größere Einkaufsmacht und rationalisierte Abläufe jährliche Brutto-Kostensynergien i.H.v. rd. \$ 52 Mio. zu generieren. Umsatzsynergien wurden nicht beziffert.

¹⁵⁸ Composite DAX (marktbreitester deutscher Aktienindex).

¹⁵⁹ Deutscher Aktienindex der 70 größten Unternehmen unterhalb des MDAX.

¹⁶⁰ Deutscher Aktienindex der 50 größten Unternehmen unterhalb des DAX.

¹⁶¹ Deutscher Aktienindex von 30 Aktien mit Schwerpunkt Technologie.

¹⁶² „ADTRAN“; eine ehemals börsennotierte Gesellschaft, die seinerzeit die oberste Muttergesellschaft des ADTRAN-Konzerns war und heute – neben der ADVA SE – eine Tochtergesellschaft der ADTRAN Holdings ist. Die Teilkonzerne ADTRAN-Konzern und ADVA-Konzern sind unter der ADTRAN Holdings als ADTRAN Holdings-Konzern zusammengefasst.

¹⁶³ Seinerzeit unter Acorn HoldCo, Inc. firmierend.

¹⁶⁴ Im Zuge der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen in Zusammenhang mit dem Zusammenschluss erhielten die Aktionäre der ehemals börsennotierten ADTRAN für jede Aktie eine Aktie der zuvor nicht börsennotierten ADTRAN Holdings. Der Wert einer Aktie der ADTRAN entspricht bis zum Zeitpunkt des Zusammenschlusses dem Wert einer Aktie der ADTRAN Holdings.

¹⁶⁵ „Software Defined Networking“ (Trennung von Soft- und Hardware in einem Netzwerk).

Zum Ende der verlängerten weiteren Annahmefrist am 14. Februar 2022 wurde das Angebot für insgesamt 33.957.538 ADVA-Aktien angenommen, was rd. 66,01 % des seinerzeit ausgegebenen Grundkapitals entspricht. Nach Eintritt auch der letzten Vollzugsbedingung am 6. Juli 2022 wurde das Umtauschangebot am 15. Juli 2022 vollzogen.

Die ADTRAN Holdings¹⁶⁶ hat am 6. Juli 2022 bekanntgegeben, einen BGAV mit der ADVA SE als beherrschtem Unternehmen und der ADTRAN Holdings als beherrschendem Unternehmen abschließen zu wollen. Der Vorstand der ADVA SE hat entschieden, in Verhandlungen über den Abschluss dieses Vertrags einzutreten und den Beginn der Verhandlungen am 6. Juli 2022 in einer Ad-hoc-Mitteilung am 6. Juli 2022 veröffentlicht.

Der Vertragsbericht hebt in diesem Zusammenhang hervor, dass der Abschluss des Vertrags erforderlich ist, um die Interessen der ADTRAN Holdings und der ADVA SE zu koordinieren und dadurch die mit dem Zusammenschluss beabsichtigten Ziele erreichen zu können. Erst der Abschluss eines BGAV ermögliche eine umfassende Partnerschaft zwischen der ADTRAN Holdings und der ADVA SE, aus der sich Synergieeffekte für beide Parteien ergeben könnten.

Die ADTRAN Holdings ist eine börsennotierte Gesellschaft und die alleinige Aktionärin der ADTRAN und Mehrheitsaktionärin der ADVA SE. Als reine Holdinggesellschaft übt die ADTRAN Holdings keine operativen Tätigkeiten aus. Infolge des Zusammenschlusses wird das operative Geschäft der ADTRAN Holdings-Gruppe sowohl von der ADTRAN als auch der ADVA und ihren jeweiligen Tochtergesellschaften betrieben.

ADTRAN ist ein weltweiter Anbieter von Netzwerk- und Kommunikationsplattformen, -systemen und -diensten mit Schwerpunkt auf dem Breitbandzugangsmarkt. Die Produkte und Dienstleistungen des ADTRAN-Konzerns werden von einem breit gefächerten globalen Kundenstamm von Netzbetreibern genutzt, der von solchen mit regionaler oder nationaler Reichweite, die als Telefon- oder Kabelnetzbetreiber tätig sind, bis hin zu alternativen Netzanbietern wie Kommunen oder Versorgungsunternehmen sowie Verwaltungsdienstleistern reicht, die kleine und mittelständische Unternehmen und dezentralisierte Unternehmen bedienen.

Der ADTRAN-Konzern ist in folgenden Hauptsegmenten tätig:

- Netzwerklösungen (Network Solutions)
- Dienstleistungen und Support (Services & Support)

Die ADTRAN weist ihre Konzernumsatzerlöse außerdem in den folgenden Kategorien von Produkten und Dienstleistungen aus:

- Zugang und Aggregation (Access & Aggregation)
- Abonnementlösungen & Erfahrungen (Subscriber Solutions & Experience)
- Traditionelle und sonstige Produkte (Traditional & Other Products)

Im Geschäftsjahr 2021 hat der ADTRAN-Konzern Umsatzerlöse i.H.v. \$ 563,0 Mio. erzielt, von denen 88,6 % auf das Segment Netzwerklösungen und 11,4 % auf das Segment Dienstleistungen und Support

¹⁶⁶ Seinerzeit unter Acorn HoldCo, Inc. firmierend.

entfallen. In geographischer Hinsicht hat der ADTRAN-Konzern den überwiegenden Teil seiner Umsatzerlöse in den USA (66,5 %) erwirtschaftet. Auf Deutschland entfielen rd. 11,6 % der Umsatzerlöse. Bei einer Bruttomarge i.H.v. \$ 344,6 Mio. (38,8 % der Umsatzerlöse) musste ein operativer Verlust i.H.v. \$ 14,7 Mio. (operative Marge –2,6 %) und ein Jahresverlust i.H.v. \$ 8,6 Mio. hingenommen werden. In den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2022 wurde bei Umsatzerlösen i.H.v. \$ 326,6 Mio. ein operativer Gewinn i.H.v. \$ 8,1 Mio. (operative Marge +2,5 %) erzielt. Zum 18. Oktober 2022 hat der ADTRAN-Konzern insgesamt 1.379 Vollzeitmitarbeiter¹⁶⁷ an Standorten in 17 verschiedenen Ländern beschäftigt.

Die ADVA SE ist keine reine Holdinggesellschaft, sondern auch selbst operativ tätig. Als Muttergesellschaft des Konzerns führt sie entsprechende Leitungs- und Zentralfunktionen aus. Sie übernimmt dabei alle wesentlichen konzernweiten Aufgaben wie das Finanz- und Rechnungswesen, Compliance und Risikomanagement, strategische und produktorientierte Forschung und Entwicklung sowie die weltweite Unternehmens- und Marketingkommunikation.

Im Konzern werden Managemententscheidungen nicht aufgrund der Ergebnisse einzelner Geschäftsfelder getroffen. Daher entfällt die Berichterstattung über einzelne Geschäftssegmente. Einen erheblichen Einfluss auf das Ergebnis der Muttergesellschaft haben die Servicedienstleistungen unterschiedlicher Konzerngesellschaften. Diese Servicedienstleistungen umfassen insbesondere Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten sowie Vertriebsaktivitäten, die der Konzernmuttergesellschaft in Rechnung gestellt werden.

Die ADVA SE hält unmittelbar bzw. mittelbar sämtliche Anteile an 20 vollkonsolidierten Tochterunternehmen, die – mit Ausnahme eines Unternehmens – ihren Sitz im Ausland haben. Daneben hält sie Anteile an einem assoziierten Unternehmen. In der Gutachtlichen Stellungnahme ist die Konzernstruktur zum 30. Juni 2022 dargestellt. Von den aufgeführten Unternehmen sind folgende Unternehmen von wesentlicher Bedeutung:¹⁶⁸

- ADVA Optical Networking North America, Inc., Norcross/Atlanta, Georgia/USA
- ADVA Optical Networking Ltd., York, Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland

Die Gesellschaft ist bis 2015 steuerlich geprüft. Eine Prüfung für anschließende Veranlagungszeiträume hat auskunftsgemäß noch nicht begonnen.

Steuerliche Verlustvorträge sind bei der ADVA SE selbst (€ 161,5 Mio.), der ADVA Optical Networking North America, Inc. (€ 72,4 Mio.) und in geringerem Umfang bei zwei weiteren Tochtergesellschaften vorhanden. Insoweit Verlustvorträge auf die amerikanische Tochtergesellschaft entfallen, sind diese grundsätzlich nur über einen Zeitraum von 20 Jahren nutzbar. Die bei der in der Schweiz ansässigen Tochtergesellschaft vorhandenen Verlustvorträge würden nach sieben Jahren verfallen.

Die Gesellschaft verfügt über ein steuerliches Einlagekonto, welches sich zum 31. Dezember 2021 auf € 303,4 Mio. beläuft. Nach den von uns ohne Beanstandungen nachvollzogenen Berechnungen ist eine Verwendung von Teilen des steuerlichen Einlagekontos nur für die Ausschüttungen der in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 prognostizierten Gewinne möglich, da in den übrigen Jahren ein sog. ausschütt-

¹⁶⁷ Auch „FTE“ (Full-Time-Equivalent = Vollzeitäquivalent).

¹⁶⁸ Anteil von mehr als 3 % der Konzernumsatzerlöse.

barer Gewinn i.S.d. § 27 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der (vollen) Abgeltungssteuer unterliegen werden.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

ADVA hat sich seit dem Beginn ihrer geschäftlichen Aktivitäten im Jahr 1994 durch organisches Wachstum und strategische Akquisitionen zu einem internationalen Anbieter von Telekommunikationsausrüstung, insbesondere für glasfaserbasierte Übertragungstechnik, entwickelt. Zur teilweisen Finanzierung der Wachstumsinvestitionen konnte ADVA auch auf die beim Börsengang im Jahr 1999 generierten Emissionserlöse zurückgreifen.

ADVA entwickelt und bietet weltweit Lösungen für Netzbetreiber an. Sie konzentriert sich dabei auf Lösungen für den Cloud-Access und -Interconnect sowie die Netzwerk-Synchronisation. Der Fokus der Produkte und Dienstleistungen liegt auf der optischen Übertragungstechnik mit der Wellenlängen-Multiplex-Technologie.¹⁶⁹

Die Position von ADVA in der Wertschöpfungskette für Telekommunikationsausrüstung lässt sich nach einer Präsentation der Gesellschaft, in der auch wesentliche Wettbewerber auf den einzelnen Produktionsstufen genannt sind,¹⁷⁰ wie folgt beschreiben:

- Komponenten: Lieferung von Chips und anderen technischen Komponenten, die als Vorprodukte bei der Herstellung von Telekommunikationsausrüstung verwendet werden und insoweit vorgelagerte Wertschöpfungsstufe für ADVA (Lieferanten)
- Systeme: Wertschöpfungsstufe von ADVA
- Netzwerke: Betrieb von Netzwerken durch Netzbetreiber (private Unternehmen, Kommunikationsdienstleister¹⁷¹ und Internet Content Provider¹⁷²), die Telekommunikationsausrüstung zur Erbringung ihrer Leistungen beziehen und somit nachgelagerte Wertschöpfungsstufe für ADVA (Kunden)

ADVA deckt in der Wertschöpfungsstufe „Systeme“ mit Lösungen von der Produktentwicklung über die Produktion bis zum Service nach dem Verkauf den gesamten Wertschöpfungsprozess bei der Übertragungstechnik ab.

ADVA investiert kontinuierlich in die Entwicklung innovativer Lösungen. Die Netzwerktechnik von ADVA ermöglicht den Aufbau einer leistungsfähigen Kommunikationsinfrastruktur mit sicherer Datenübertragung. Diese bietet die Grundlage für die digitale Wirtschaft, das (industrielle) Internet der Dinge,¹⁷³ und die Digitalisierung der Ökosysteme.

Die glasfaserbasierte Übertragungstechnik gewährleistet skalierbare Bandbreiten für die Infrastruktur der Netzbetreiber sowie für die Rechenzentrums koppung¹⁷⁴ von Großunternehmen und Internet Content Providern. Im Zugangsbereich der Netze¹⁷⁵ ermöglicht die von ADVA angebotene Technologie mit

¹⁶⁹ „Wavelength Division Multiplexing“ („WDM“).

¹⁷⁰ Vgl. dazu die in der gutachtlichen Stellungnahme enthaltene grafische Darstellung.

¹⁷¹ Communication Service Provider („CSP“).

¹⁷² „ICP“:

¹⁷³ Internet of Things („IoT“).

¹⁷⁴ Data Center Interconnect („DCI“).

¹⁷⁵ Network-Edge; Bereich, an dem die Datenströme aus den Zugangsleitungen der Endteilnehmer zusammenlaufen. Hier werden die Datenströme häufig gebündelt und Funktionen für den Endkunden definiert.

Virtualisierung eine schnelle und flexible Bereitstellung von Cloud-Diensten und neue Möglichkeiten zur Schaffung von Edge-Computing-Lösungen.

Darüber hinaus liefert die Synchronisationstechnik von ADVA Timing-Informationen, die u.a. beim Aufbau breitbandiger 5G-Mobilfunknetze, global verteilter Rechenzentren sowie für Energieversorger von höchster Bedeutung sind.

ADVA ist im Markt für optische Übertragungstechnik mit der WDM-Technologie, dem Kernsegment des Gesamtmarkts für optische Netze, weltweit positioniert. Der daran anknüpfende Markt für Ethernet-basierte Netzzugangslösungen¹⁷⁶ erfährt durch die Einführung virtualisierter Netzfunktionen eine neue Dynamik. Hier können die Lösungen von ADVA immer mehr neue Wachstumsapplikationen adressieren.

Infolge ihrer technischen Kompetenz und Position als langjähriger Partner ihrer Kunden sowie einer Fokussierung auf bestimmte Produkte und Dienstleistungen gelingt es ADVA, Kunden zu erreichen, die eine starke und nachhaltige Nachfrage nach innovativen Konnektivitätslösungen aufweisen. ADVA beabsichtigt, insbesondere das DCI-Geschäft für Unternehmen auszubauen.

ADVA ist mit ihren Produkten und Dienstleistungen weltweit vertreten, wobei der größte Teil der Umsatzerlöse¹⁷⁷ in Deutschland (25,5 %) und den übrigen Ländern der Region EMEA¹⁷⁸ (37,7 %) erzielt wird. In diesen Märkten kann ADVA auf einer etablierte Kundenbasis mit einer ausgewogenen Mischung an Kunden unterschiedlichster Größe, zu denen auch wichtige Großkunden gehören, aufbauen. Zudem trägt die Strategie, auch auf Vertriebspartner zurückzugreifen, zu den in dieser Region erzielten Erfolgen bei.

Auch auf die Region Amerika (27,5 %) entfällt ein maßgeblicher Anteil der Umsatzerlöse, während die Region Asien-Pazifik (9,3 %) einen – vergleichsweise – geringen Anteil an den Umsatzerlösen des ADVA-Konzerns hat. In der Region Amerika sind die weltweit größten Internet Content Provider mit ihrem Hauptsitz ansässig. Das hat zur Folge, dass die Region Amerika einen anspruchsvollen Markt für Kommunikationstechnik darstellt. In der Region Amerika sind wichtige Großkunden von ADVA ansässig. In der Region Asien-Pazifik kann ADVA hingegen nur in geringem Umfang auf Großkunden bauen. Da insoweit nachhaltige und wiederkehrende Umsatzerlöse in geringerem Umfang anfallen, ist der Geschäftsverlauf in dieser Region durch das volatilere Projektgeschäft geprägt.

¹⁷⁶ Ethernet ist ein Protokoll der paketbasierten Datenübertragung

¹⁷⁷ Zahlenangaben für den ADVA-Konzern auf Basis des Geschäftsberichts für das Geschäftsjahr 2021 der ADVA SE.

¹⁷⁸ Europe, Middle East and Africa (Wirtschaftsraum Europa, Arabien (Nahe Osten) und Afrika).

Die Produkte und Dienstleistungen des ADVA-Konzerns basieren auf folgenden drei Technologiesäulen, die mittels intelligenter Netzwerksteuerungssoftware miteinander vereint werden:

- Cloud-Interconnect (glasfaserbasierte optische Übertragungstechnik; rd. 70 % der Umsatzerlöse)¹⁷⁹
 - Glasfaser als optimales physisches Medium, um große Datenmengen über weite Strecken zu transportieren, da Bandbreitenlängenprodukt¹⁸⁰ der Glasfaser Werte von Kupfer- und Drahtlosverbindungen bei weitem übersteigt
 - Datenübertragung per Glasfaserkabel deshalb unbestrittene Grundlage aller Hochgeschwindigkeitsnetze
 - WDM vervielfacht Kapazität eines Glasfaserkabels durch Nutzung von mehr als 100 Wellenlängen (Farben), auf denen jeweils eine andere Sprach-, Video-, Daten- oder Datensicherungsanwendung in einem speziellen Laserstrahl zusammengefasst, transportiert und wieder separiert werden
 - ADVA FSP 3000 als Plattform mit Terminals, die Übertragungsraten von bis zu 600 Gbit/s pro Wellenlänge erzeugen, und mit der durch das offene optische Übertragungssystem¹⁸¹ welches für Zugangs-, Metro- und Weitverkehrsverbindungen optimiert werden kann, Kapazitäten von mehr als 50 Tbit/s pro Faser unterstützt werden können
 - ADVA-Konzern bei Cloud-Interconnect für Rechenzentren für Privatunternehmen mit einem Marktanteil von weltweit fast 30 % und mehr als 50 % in der Region EMEA
- Cloud-Access (Cloud-Access-Technologie zur schnellen Schaffung innovativer Dienstleistungen; rd. 25 % der Umsatzerlöse)
 - Ethernet¹⁸² als dominierendes Übertragungsprotokoll für moderne Datennetze
 - Speziell für Netzbetreiber (Carrier) optimierte Technologie mit Anwendungen v.a. im Netzzugangsbereich (Edge) zur Anbindung von Mobilfunk-Basisstationen und Unternehmenskunden an ihr Netz sowie zur Datenübertragung in optischen Weitverkehrsnetzen
 - Zunehmende Bedeutung von Software zur Automatisierung des Netzbetriebs und einer Virtualisierung von Netzwerkfunktionen, bei der die enge Verzahnung zwischen Hardware und Software aufgelöst wird,¹⁸³ dadurch radikale Vereinfachung der logistischen Prozesse
 - ADVA FSP 150-Produktfamilie und Ensemble-Software-Architektur (Ensemble Connector als Netzwerkbetriebssystem, Ensemble Activator als Betriebssystem für sog. Bare-Metal-Switches¹⁸⁴)
- Netzwerk-Synchronisation (präzise Synchronisation von Kommunikationsnetzwerken; rd. 5 % der Umsatzerlöse)
 - Stabile Frequenz- und Zeitinformationen von fundamentaler Bedeutung für die Übertragung von digitalen Signalen
 - Umfassendes Produktportfolio von ADVA unter der Marke Oscilloquartz

Die drei Technologiesäulen von ADVA sind für die rasch weltweit fortschreitende Digitalisierung der Ökosysteme von grundlegender Bedeutung. Optische Übertragungstechnik mit WDM liefert eine skalierbare Übertragungskapazität, die zur Bewältigung des Bandbreitenwachstums nötig ist. Cloud-Access-Lösungen erlauben es, neue Kommunikationsdienste einschließlich Edge-Compute-Lösungen flexibel und schnell bereitzustellen. Die Netzwerksynchronisation gewährleistet maximale Performanz im Netz.

Vertriebsseitig setzt ADVA sowohl die eigene Vertriebsorganisation als auch Vertriebspartner ein. Der Direktvertrieb verschafft ADVA durch den unmittelbaren Kontakt mit Netzbetreiberkunden die Möglichkeit, sich stärker an deren spezifischen Anforderungen zu orientieren. Ein breit angelegter Direktvertrieb

¹⁷⁹ Zahlenangaben für den ADVA-Konzern auf Basis des Geschäftsberichts für das Geschäftsjahr 2021 der ADVA SE.

¹⁸⁰ Größe der zu übertragenden Bandbreite multipliziert mit der zu überbrückenden Strecke.

¹⁸¹ Open Line System („OLS“).

¹⁸² Als „Fast Ethernet“ bzw. „Gigabit Ethernet“ mit Datenraten von bis zu 400Gbit/s.

¹⁸³ Network Functions Virtualization („NFV“).

¹⁸⁴ Erlauben eine Trennung von Hardware und Software im Netzwerkbereich.

ist sowohl in der Internetwirtschaft als auch bei großen, strategisch bedeutsamen Netzbetreibern besonders wichtig. Dabei wird die direkte Ansprache von Kunden vom Marketingteam unterstützt. Zudem hat sich ADVA auch an Marketingallianzen beteiligt. Der Vertrieb über Partner beinhaltet eine Zusammenarbeit mit global agierenden Systemintegratoren, OEM-Partnern¹⁸⁵ und sog. Value-Added-Resellern.

Die strategischen Ziele von ADVA betreffen insbesondere Wachstum und Rentabilität, Innovation, operative Exzellenz, individuelle Entwicklung der Mitarbeiter und Kundenerfahrung. Die Erreichung von Zielvorgaben wird regelmäßig anhand folgender Leistungskennzahlen überprüft:

- Umsatzerlöse
- Proforma-Betriebsergebnis
- Netto-Verschuldung bzw. -Barmittel
- Net Promoter Score

Zur Erreichung der Ziele auf Ebene des gesamten Unternehmens ist mit der sog. Business Transformation Strategie ein Rahmen gesetzt, der im Wesentlichen auf folgenden drei Säulen beruht:

- Überproportionales Wachstum bei privaten und sicherheitsrelevanten Netzen außerhalb der klassischen Netzwerkinfrastruktur sowie eine Expansion in neue Branchen außerhalb der Telekommunikationsbranche
- Überproportionales Wachstum bei Software und Dienstleistungen (Services)
- Erschließung neuer Märkte und Kostenoptimierung durch die Integration von Teilen der Lieferkette

ADVA wird weiterhin selektiv in die Entwicklung von Technologien und Produkten sowie weitere umsatzsteigernde Maßnahmen investieren. In der Vergangenheit hat ADVA diese Investitionen teilweise durch Unternehmensübernahmen verwirklicht. In der vorgelegten Planungsrechnung sind konkrete Übernahmen nicht enthalten. Nach den uns erteilten Auskünften sind größere Akquisitionen nicht absehbar.

Neben der Weiterentwicklung des eigenen Geschäftsmodells hat ADVA durch den Zusammenschluss mit ADTRAN einen strategischen Schritt unternommen, der die Wettbewerbslandschaft der Industrie nach eigener Einschätzung nachhaltig verändern wird. Durch den Zusammenschluss solle ein globaler Marktführer für skalierbare Kommunikationstechnik geschaffen werden. Durch den Zusammenschluss würden Glasfaserzugangslösungen für private Haushalte (Fiber-to-the-Home) und der Teilnehmeranschlussbereich von ADTRAN mit den Lösungen für die Rechenzentrums-koppelung von Großunternehmen, Geschäftskundenanschlüsse (Business-Ethernet bzw. Fiber-to-the-Building), Metro-WDM sowie Netzwerksynchronisation von ADVA miteinander kombiniert werden.

Gemeinsam könnten die Partner des Zusammenschlusses neue Anforderungen, insbesondere im Hinblick auf das Konvergieren von Netzlösungen beim Network Edge adressieren. Das zusammengeschlossene Unternehmen werde ein Produktportfolio anbieten, mit dem Privathaushalte, Unternehmen und die 5G-Infrastruktur mit skalierbarer und sicherer Glasfaserkonnektivität, gepaart mit Cloud-verwalteter WiFi-Konnektivität versorgt werden sollen.

¹⁸⁵ Original Equipment Manufacturer (Erstausrüster).

bb) Makroökonomische Situation und Ausblick

Die nach unserer Auffassung zutreffenden Ausführungen des Bewertungsgutachters zur makroökonomischen Entwicklung fokussieren auf die für ADVA wesentlichen Länder und Regionen (EU, insbesondere Deutschland, sowie USA) und lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

Nach den jüngst (Oktober 2022) aktualisierten Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA,¹⁸⁶ für die Jahre bis 2027 soll sich das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts¹⁸⁷ auf globaler Ebene ab 2024 wieder normalisieren, nachdem das globale BIP im Jahr 2020 als Folge der COVID-19-Pandemie mit einer Rate von $-3,0\%$ eingebrochen war und dieser Einbruch im Jahr 2021 durch ein Wachstum von $6,0\%$ weitgehend wieder aufgeholt werden konnte. Die Erwartungen für die Jahre 2022 und 2023 werden von den derzeit belastenden Faktoren beeinflusst. Ab dem Jahr 2024 entsprechen die Wachstumsraten ($3,2\%$ bis $3,4\%$) weitgehend den vor der Pandemie und den übrigen krisenhaften Entwicklungen beobachteten Werten. Die wirtschaftlichen Aussichten sind kurz- bis mittelfristig durch die globale Knappheit von Halbleitern beeinträchtigt.

Die Folgen des Einmarsches Russlands in die Ukraine, insbesondere die damit verbundene beschleunigte Erhöhung der Energiepreise, sowie häufige Produktionsstopps in China und die Engpässe in den globalen Lieferketten haben dazu geführt, dass der IWF die Wachstumserwartungen für die Jahre 2022 und 2023 gegenüber der im April veröffentlichten Prognose deutlich zurückgenommen hat.

In der EU ist der Einbruch im Jahr 2020 mit $-5,6\%$ deutlich größer ausgefallen. Die Erholung im Jahr 2021 konnte mit einem Wachstum von $5,4\%$ diesen Einbruch nicht ausgleichen. Nach den aktuellen Erwartungen des IWF soll auch 2022 (Wachstumsrate $+3,2\%$) noch ein gewisser Aufholeffekt erzielt werden können. Diese Aufholeffekte lassen sich 2023 nicht fortsetzen. Auf Grundlage des heutigen Erkenntnisstands ist davon auszugehen, dass das Wachstum im Jahr 2023 auf $0,7\%$ einbrechen wird, da die mit dem weiteren Verlauf der Ukraine-Krise verbundenen gesamtwirtschaftlichen Effekte die europäischen Volkswirtschaften in besonderem Maße belasten. Ab 2024 sollen sich die Wachstumsraten wieder normalisieren und im weiteren Prognoseverlauf bis auf $1,7\%$ zurückgehen.

Nach einer längeren Phase des konjunkturellen Aufschwungs hatten sich die Wachstumsraten in Deutschland bereits in den Jahren 2018 und 2019 deutlich vermindert. Die sich Anfang 2020 abzeichnende Trendwende wurde durch die nach dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie getroffenen Maßnahmen abrupt unterbrochen. Der Rückgang der Wirtschaftsleistung in Deutschland im Jahr 2020 ($-3,7\%$) konnte durch eine Erholung im Jahr 2021 ($+2,6\%$) bei Weitem nicht ausgeglichen werden. Durch die derzeitigen krisenhaften Entwicklungen mussten die kurzfristigen Wachstumserwartungen des IWF gegenüber der Prognose aus April 2022 deutlich zurückgenommen werden. Für 2022 wird nur noch eine geringe Wachstumsrate ($+1,5\%$) erwartet. Im Jahr 2023 ist eine Rezession absehbar (Rückgang der Wirtschaftsleistung um $0,3\%$). Ab 2024 sollen sich die Wachstumsraten wieder normalisieren und im weiteren Prognoseverlauf bis auf $1,3\%$ zurückgehen.

In den USA hatte sich das Wachstum bereits im Jahr 2019 verringert, bevor die US-amerikanische Wirtschaft infolge der Pandemie 2020 eingebrochen (Wachstumsrate $-3,4\%$) ist. Dieser Einbruch konnte im

¹⁸⁶ „IWF“.
¹⁸⁷ „BIP“

Jahr 2021 durch ein Wachstum von 5,7 % weitgehend wieder aufgeholt werden. Infolge der aktuellen krisenhaften Entwicklungen mussten die kurzfristigen Wachstumserwartungen des IWF gegenüber der Prognose aus April 2022 deutlich zurückgenommen werden. Für die Jahre 2022 bis 2024 werden deutlich geringere Wachstumsraten (zwischen 1,0 % und 1,6 %) erwartet. Auch in den nachfolgenden Jahren (Wachstumsraten zwischen 1,8 % und 2,1 %) wird sich das in der Vergangenheit beobachtete Wachstum erwartungsgemäß nicht mehr erzielen lassen.

Die globale Inflation¹⁸⁸ hat sich in der betrachteten Vergangenheit erhöht. Nach einem geringfügigen Rückgang im Jahr 2020 infolge der Pandemie ist die weltweite Inflationsrate bereits 2021 deutlich gestiegen und soll nach den aktuellen Prognosen des IWF im gesamten Verlauf des Jahres 2022 auf 8,8% und somit auf einen Wert steigen, der über einen längeren Zeitraum nicht zu beobachten gewesen ist. In den darauffolgenden Jahren soll sich der Preisanstieg verlangsamen und die Inflationsrate mittelfristig auf 3,3 % zurückgehen.

In den betrachteten Einzelmärkten (EU, Deutschland, USA) zeigt sich – auf grundsätzlich geringerem Niveau – ein ähnlicher Trend, wobei sich die Inflation in diesen Märkten bereits 2021 deutlich mehr als auf globaler Basis erhöht hat. Mittelfristig soll sich die Inflation in diesen Märkten auf 2,0 % normalisieren. Diese Rate entspricht im Übrigen auch dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (2,0 %).

Aus unserer Sicht lässt sich zusammenfassend festhalten, dass ADVA über einige Jahre von einem grundsätzlich stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld in den relevanten Märkten profitiert hat. Diese Stabilität lässt sich seit 2020 nicht mehr beobachten. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist in den kommenden Jahren nach unserer Auffassung deutlich ungünstiger als in den Jahren bis 2019. Zudem haben sich die Unsicherheiten deutlich erhöht. Darüber hinaus hat sich der Wechselkurs des USD gegenüber den meisten anderen Währungen zuletzt deutlich erhöht, was infolge des hohen Anteils von in USD fakturierten Einkäufen für ADVA – zumindest kurzfristig – zusätzlich belastend wirkt.

¹⁸⁸ Gemessen an der Veränderung des Verbraucherpreisindex im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr.

bc) Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition

Die Produkte und Dienstleistungen von ADVA sind dem IT-Markt zuzurechnen. Von diesem Markt bedient ADVA das Teilsegment Telekommunikationsnetzwerkausrüstung. Der Bewertungsgutachter bezieht sich bei seiner Analyse dieser Märkte auf die in der Gutachtlichen Stellungnahme genannten Studien aus den Jahren 2021 und 2022. Sämtlichen Studien ist gemein, dass sie die jüngsten Entwicklungen, die aus makroökonomischer Sicht grundsätzlich ein geringeres Wachstum erwarten lassen, nicht berücksichtigen. Neuere Studien, in denen die aktuellen Erwartungen reflektiert sind, liegen noch nicht vor.

Der IT-Markt umfasst Dienstleistungen und Hardware, die von Unternehmen zur Erstellung, Verwaltung und Bereitstellung von Informationen sowie zur Unterstützung anderer Geschäftsfunktionen genutzt werden. Weltweit sollen die IT-Ausgaben im Zeitraum von 2021 bis 2026 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate¹⁸⁹ von 5,6 % steigen. Generell wird erwartet, dass die individuell vorgehaltene Hard- und Software zunehmend weiter durch Cloud-Lösungen ersetzt wird.

Das Teilsegment Telekommunikationsnetzwerkausrüstung des globalen IT-Marktes soll in diesem Zeitraum um 4,4 % p.a. auf \$ 24,0 Mrd. steigen. Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass die Lieferkette für Telekommunikationsnetzwerke sehr instabil geworden ist. Die größten Herausforderungen liegen derzeit insbesondere in der weltweiten Knappheit von Halbleitern und den steigenden Einkaufspreisen. Allerdings hat sich die Netzwerkausrüstungsindustrie als weniger anfällig als andere Branchen für rezessive Tendenzen erwiesen.

Der Bewertungsgutachter gliedert die auf globaler Ebene erwarteten Entwicklungen weiter auf und stellt diese auch für relevante regionale Märkte bzw. Technologien dar. In regionaler Hinsicht entfällt der Großteil der Umsatzerlöse des ADVA-Konzerns auf Europa (insbesondere Deutschland) und Amerika (insbesondere die USA).

Für die USA und die fünf größten westeuropäischen Volkswirtschaften zusammen wird für den IT-Hardware-Markt im Zeitraum 2021 bis 2024 ein durchschnittliches Wachstum von 2,5 % p.a. auf \$ 293,5 Mrd. erwartet. Ein nennenswertes Marktwachstum wird für die USA (3,9 % p.a.) prognostiziert, während in den betrachteten europäischen Märkten geringfügig positive oder sogar negative Wachstumsraten erwartet werden.

Für IT-Dienstleistungen und Software wird für diese Ländermärkte zusammen im Zeitraum 2021 bis 2024 ein durchschnittliches Wachstum von 6,8 % p.a. auf \$ 1.171,7 Mrd. erwartet. Die Wachstumserwartungen für die einzelnen betrachteten Länder unterscheiden sich nur geringfügig.

Die von ADVA angebotenen Produkte und Dienstleistungen betreffen nur drei kleinere Marktsegmente innerhalb des globalen IT-Markts. Nach Technologien unterscheidet ADVA nach den Teilmärkten Cloud-Interconnect, Cloud-Access und Netzwerk-Synchronisation, für die ADVA-Hardware-Produkte und zugehörige Software und Dienstleistungen anbietet.¹⁹⁰ Für Zwecke des Benchmarkings der eigenen

¹⁸⁹ „CAGR“ (Compound Annual Growth Rate = geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate); die nachfolgende genannten Veränderungsrate sind als CAGR zu verstehen, falls nicht anders angegeben.

¹⁹⁰ Vgl. Abschnitt D.V.1.ba).

Entwicklung hat ADVA deshalb den sog. adressierbaren Markt¹⁹¹ definiert. Der TAM soll im Zeitraum 2021 bis 2026 mit durchschnittlich 4,5 % p.a. von \$ 10,8 Mrd. auf \$ 13,4 Mrd. steigen.

In der Region EMEA, dem für ADVA bedeutendsten Absatzmarkt, wird ein Wachstum um durchschnittlich 3,5 % auf \$ 4,3 Mrd. erwartet. Die Region Amerika stellt den größten Teilmarkt des TAM dar, hat aber für ADVA eine deutlich geringere Bedeutung als die Region EMEA. In Amerika soll der relevante Markt um durchschnittlich 3,1 % p.a. auf \$ 5,4 Mrd. wachsen. Die Region Asien-Pazifik ist für ADVA von untergeordneter Bedeutung. In dieser Region soll sich der relevante Markt um durchschnittlich 8,1 % p.a. auf \$ 3,7 Mrd. erhöhen.

In einer Aufteilung nach Technologien zeigt sich, dass der Markt für Cloud-Interconnect mit Abstand der größte relevante Teilmarkt ist. Der Bewertungsgutachter stellt deshalb die Marktentwicklungen für diese Technologie nochmals unterteilt in Metro-Verbindungen und Backbone-Verbindungen dar. Bei Metro-Verbindungen erfolgt der Transport der Verbindungen über deutlich kürzere Wege („Metropolitan“) als bei Backbone-Verbindungen.

Der größte Teilmarkt Cloud-Interconnect (Metro) soll im Zeitraum 2021 bis 2026 um durchschnittlich 3,7 % p.a. auf \$ 6,5 Mrd. wachsen. Für Cloud-Interconnect (Backbone) wird ein Wachstum um durchschnittlich 5,4 % p.a. auf \$ 5,7 Mrd. erwartet. Die Wachstumserwartungen für die beiden anderen Teilmärkte sind mit 4,0 % bzw. 5,0 % beziffert, wobei diese Märkte mit zusammen weniger als einem Zehntel des TAM eine erheblich geringere Bedeutung haben.

Als wesentliche und auch nachhaltig wirkende Wachstumstreiber im von der ADVA adressierbaren Markt sind die folgenden Entwicklungen zu nennen:

- Generell die Digitalisierung und damit steigende Nachfrage nach Cloud-basierten Lösungen und den darunterliegenden Kommunikationsnetzen
- Schnelle und sich beschleunigende Einführung digitaler Prozesse in allen Industrien
- Schaffung und Nutzung von künstlicher Intelligenz
- Konsum hochauflösender Videos über Mobilfunk- und Festnetze
- Investitionen in den Netzausbau aufgrund der verstärkten Nutzung von Home-Office, Home-Schooling und Videokonferenzen
- Staatliche Stimulus- und Förderprogramme

Der adressierbare Markt von ADVA lässt sich auch nach Zielgruppen unterteilen. In dieser Dimension liegen keine Marktprognosen vor. Die Zielgruppen haben unterschiedliche Bedürfnisse und fragen unterschiedliche Lösungen nach.

Für private Unternehmen steht bei der Kopplung ihrer Rechenzentren die Zuverlässigkeit und Effizienz der IT-Strukturen im Fokus, wobei die Datenübertragung und der Schutz vor Datenverlusten die wichtigsten Anforderungen darstellen.

¹⁹¹ „TAM“ (Total Adressable Market).

Internet Content Provider fragen Produkte und Dienstleistungen für die Rechenzentrumsverkopplung nach, die einerseits die Leistungsfähigkeit der Netze verbessern, andererseits aber auch die Kosten optimieren. Sie gehen zunehmend dazu über, Glasfaserleitungen mit eigener Übertragungstechnologie auszustatten.

Für Kommunikationsdienstleister stehen – angesichts des Drucks zum Ausbau ihrer Netzwerkinfrastruktur, insbesondere durch den steigenden Bandbreitenbedarf privater Haushalte – die Anforderungen an die Netzverfügbarkeit, die Latenzzeit und die Zugänglichkeit von Rechenressourcen im Vordergrund.

Das Wettbewerbsumfeld hat sich in den vergangenen Jahren wesentlich verändert. Die Branche der Kommunikationsnetzausrüster war über viele Jahre durch eine hohe Wettbewerbsintensität geprägt, hatte aber dennoch hohe Entwicklungsaufwendungen zu tragen. Dies führte zu einem Ausscheiden vieler Marktteilnehmer. Die verbliebenen Wettbewerber sind überwiegend als technologisch führende und profitable Unternehmen anzusehen. Darüber hinaus hat sich die Bedeutung des Markts erhöht. Zunehmend stehen zudem Sicherheitsaspekte im Vordergrund, so dass die Bedeutung fernöstlicher Hersteller für die Ausrüstung westlicher Netzwerke abgenommen hat.

Der Wettbewerb unter den Herstellern von Telekommunikationsnetzwerkausrüstung ist trotz der dargestellten Verbesserung der Wettbewerbsverhältnisse weiterhin hoch und wird über die Faktoren Preis, Qualität, Verfügbarkeit und Vertrieb geführt. Angesichts der Ähnlichkeit der Produkte wird erwartet, dass erheblich in Kundenbeziehungen investiert wird. Angesichts der zahlreichen Normen und Technologien ist ein weiterer wesentlicher Wettbewerbsfaktor die Interoperabilität der Produkte.

Insgesamt ist die Nachfrage nach einer leistungsfähigen Netzwerkinfrastruktur aktuell sehr hoch. Die zur vollständigen Befriedigung der Nachfrage erforderliche Lieferung von Vorprodukten wie Mikrochips kann aktuell nicht sichergestellt werden. Der Nachfrageüberhang hat die Preise sowohl der Produkte als auch der Vorprodukte steigen lassen. Die erheblichen Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite können nur teilweise über höhere Verkaufspreise an die Kunden der Netzwerkausrüster weitergegeben werden.

Der Markt für IT-Dienstleistungen ist von einer Konsolidierung unter den großen Anbietern, die Bedrohung durch branchenfremde Unternehmen mit großen finanziellen Ressourcen, eine zunehmende Überschneidung mit anderen Branchen sowie das Insourcing von IT-Dienstleistungen bei den Kunden geprägt. Insgesamt wird deshalb eine steigende Wettbewerbsintensität erwartet.

Andererseits wird sich der gesamte IT-Markt angesichts einer Vielzahl von Wachstumstreibern weiter vergrößern. Dies gilt insbesondere für die Cloud-IT-Infrastruktur, für die im Zeitraum 2021 bis 2026 weltweit ein durchschnittliches Wachstum von 13,2 % p.a. auf \$ 133,7 Mrd. erwartet wird. Die IT-Ausgaben für Rechenzentrumssysteme sollen in diesem Zeitraum weltweit um durchschnittlich 4,5 % p.a. auf \$ 394,0 Mrd. steigen. Die 5G-Technologie ist ebenfalls als Wachstumstreiber anzusehen. So soll sich die Anzahl der weltweit abgeschlossenen 5G-Mobilfunkabonnements von 2021 bis 2026 um durchschnittlich 46,1 % auf rd. 3,7 Mrd. erhöhen.

Zusammenfassend ist das Wettbewerbsumfeld von ADVA als positiv anzusehen. Als westlicher Netzwerkausrüster mit europäisch-amerikanischer Unternehmenskultur, Innovationskraft sowie einem tragfähigen Geschäftsmodell sieht sich ADVA als äußerst positiv wahrgenommen und erwartet, die sich bietenden Chancen aus dem makroökonomischen Umfeld wahrnehmen zu können.

bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des ADVA-Konzerns auf Grundlage der veröffentlichten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2019 bis 2021 vor. Soweit die Ist-Zahlen der betrachteten Vergangenheit Effekte enthalten, die aufgrund ihres Charakters in der Planungsrechnung nicht enthalten sind, hat der Bewertungsgutachter die Ist-Zahlen zuvor um diese bereinigt.

bda) Vermögens- und Finanzlage

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Vermögens- und Finanzlage die Konzernbilanz¹⁹² – in der Darstellung auf Postenebene zusammengefasst, aber getrennt nach Aktivseite (Vermögenslage) und Passivseite (Finanzlage) – tabellarisch voran.

Seine umfangreichen Erläuterungen lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Bilanzsumme – nach zwischenzeitlichem Rückgang auf € 500,0 Mio. (31. Dezember 2020) – auf € 601,5 Mio. (31. Dezember 2021)
- Vermögenslage durch immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen (langfristige Vermögenswerte), Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente (kurzfristige Vermögenswerte) bestimmt
- Immaterielle Vermögenswerte insgesamt mit € 189,9 Mio. (31. Dezember 2021) mit einem dem Geschäftsmodell eines Technologieunternehmens geschuldeten hohen Anteil an der Bilanzsumme (rd. 32 %) annähernd konstant, im Wesentlichen:
 - Aktivierte Aufwendungen aus selbst erstellten Entwicklungsprojekten für Technologien und Produkte (€ 97,8 Mio. zum 31. Dezember 2021)
 - Geschäfts- oder Firmenwerte und weitere immaterielle Vermögenswerte aus vor dem 1. Januar 2019 durchgeführten Unternehmenszusammenschlüssen (insgesamt € 83,6 Mio. zum 31. Dezember 2021), wobei die bei der Überprüfung der Werthaltigkeit von Geschäfts- oder Firmenwerten angesetzten Diskontierungszinssätze vor Steuern je nach zahlungsmittelgenerierender Einheit zwischen rd. 10,1 % und 14,8 % lagen
- Sachanlagen zuletzt mit € 55,8 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 9 % der Bilanzsumme) annähernd konstant, auch aktivierte Nutzungsrechte aus Leasingverträgen beinhaltend
- Vorräte – nach zwischenzeitlichem Rückgang – auf € 129,2 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 21 % der Bilanzsumme) insbesondere wegen der vorgezogenen Beschaffung von Materialien aufgrund von erwarteten Lieferschwierigkeiten bei Halbleitern gestiegen, im Wesentlichen auf fertige Erzeugnisse (€ 98,6 Mio.) sowie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe (€ 27,7 Mio.) entfallend
- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zuletzt mit € 83,0 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 14 % der Bilanzsumme) annähernd konstant, Debitorenlaufzeit durch verbessertes Forderungsmanagement bis auf 50 Tage (2021) vermindert
- Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente insbesondere wegen der positiven Ergebnisentwicklung und der damit zusammenhängenden Erhöhung des Cashflows aus der betrieblichen Tätigkeit¹⁹³ auf € 109,0 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 18% der Bilanzsumme) gestiegen
- Finanzlage zunehmende durch langfristig zur Verfügung stehende Mittel (Eigenkapital und langfristige Schulden) geprägt (insgesamt € 406,0 Mio. zum 31. Dezember 2021; rd. 67 % der Bilanzsumme)

¹⁹² Nach den von uns geteilten Feststellungen des Bewertungsgutachters waren Bereinigungen der Bilanz nicht erforderlich.

¹⁹³ Im Geschäftsjahr 2021 auf € +123,3 Mio. verbessert. Dem stehen Netto-Zahlungsabflüsse für Investitionen i.H.v. € 64,3 Mio. und Finanzierungstätigkeit i.H.v. € 14,8 Mio. gegenüber.

- Eigenkapital im Geschäftsjahr 2021 erheblich auf € 339,9 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 57 % der Bilanzsumme) gestiegen
 - Gezeichnetes Kapital (€ 51,5 Mio. zum 31. Dezember 2021) und Kapitalrücklage (€ 327,8 Mio. zum 31. Dezember 2021) infolge der Ausübung von Aktienoptionen kontinuierlich gestiegen
 - Kontinuierliche Tilgung des Verlustvortrags (€ 94,3 Mio. zum 31. Dezember 2021) durch Konzernjahresüberschüsse, v.a. da sich im Geschäftsjahr 2021 sowohl das operative Ergebnis als auch das Steuerergebnis erheblich verbessert haben und Gewinne in Fortführung der Ausschüttungspolitik auch 2021 nicht durch die Zahlung von Dividenden an die Aktionäre ausgekehrt worden sind
- Verzinsliche Verbindlichkeiten auf € 80,2 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 13 % der Bilanzsumme) zurückgeführt, insbesondere wegen eines Rückgangs der langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten infolge planmäßiger Tilgung und einer Umgliederung in die kurzfristigen Verbindlichkeiten
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten – nach zwischenzeitlichem Rückgang – auf € 163,5 Mio. (31. Dezember 2021; rd. 27 % der Bilanzsumme) insbesondere wegen der vorgezogenen Beschaffung von Materialien und damit korrespondierend mit der Entwicklung der Vorratsbestände gestiegen

bdb) Ertragslage

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Ertragslage die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung¹⁹⁴ – in der Darstellung teilweise zusammengefasst – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2019 bis 2021) und die Plan-GuV für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2022 bis 2026).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Ertragslage.

Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit der betrachteten Vergangenheit herzustellen und um Planüber- oder -unterschreitungen zumindest teilweise durch nicht planbare Sondersachverhalte erklärbar zu machen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren.

Daneben kann es zielführend sein, sog. Proforma-Anpassungen vorzunehmen, die dem Umstand Rechnung tragen sollen, dass sich das Bewertungsobjekt infolge von Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen geändert hat. Proforma-Anpassungen werden zudem regelmäßig auch dann vorgenommen, wenn die Vergleichbarkeit durch eine Umstellung des Geschäftsjahres beeinträchtigt ist. Es kann darüber hinaus angezeigt sein, Proforma-Anpassungen vorzunehmen, wenn sich die Bilanzierungs- und/oder Bewertungsmethoden im betrachteten Vergangenheitszeitraum und/oder für den Planungszeitraum verändert haben.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der erstgenannten Kategorie vorgenommen. Dabei hat er sich auf die Angaben in den geprüften Konzernlageberichten sowie ergänzend von der Gesellschaft erhaltene Informationen und Nachweise gestützt. Die im Einzelnen in der gutachtlichen Stellungnahme erläuterten Bereinigungen betreffen ausschließlich Einmaleffekte aus Restrukturierungen. Der Bewertungs-

¹⁹⁴ „GuV“.

gutachter gliedert diese aus den jeweiligen Posten des operativen Ergebnisses in das außerordentliche Ergebnis um.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die vorgenommenen Bereinigungen ohne Beanstandungen verifizieren. In der Bewertungspraxis werden oftmals auch periodenfremde Aufwendungen und Erträge¹⁹⁵ bereinigt. Derartige Bereinigungen hat der Bewertungsgutachter nicht vorgenommen, da er diese nicht als wesentlich erachtet. Wir halten diese Einschätzung für vertretbar.

Bereinigungen der zweitgenannten Kategorie (Proforma-Anpassungen) waren nach Auffassung des Bewertungsgutachters ebenfalls nicht erforderlich. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung ebenfalls keine Sachverhalte dargestellt, die es erfordert hätten, Proforma-Anpassungen vorzunehmen.

Der Bewertungsgutachter leitet das operative Ergebnis vor Bereinigungen auf ein Ergebnis nach Bereinigungen über. Die Bereinigungen haben in allen Jahren eine das operative Ergebnis erhöhende Wirkung.¹⁹⁶ Eine maßgebliche Erhöhung der EBIT-Marge ergibt sich insbesondere für das Geschäftsjahr 2019.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Analyse der Planung des operativen Ergebnisses auf vergleichbaren Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit aufbauen kann.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Ertragslage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse von € 556,8 Mio. (2019) um durchschnittlich 4,1 % p.a. auf € 603,3 Mio. (2021), wobei sich die Umsatzerlöse – bei einer unterschiedlichen Entwicklung in den Regionen – insbesondere 2021 (+6,8 %) deutlich erhöht haben
 - Erhebliche Erhöhung der in Deutschland erzielten Umsatzerlöse um durchschnittlich 22,5 % p.a. auf € 154,1 Mio. (2021) und der in den übrigen Ländern der Region EMEA erzielten Umsatzerlöse um durchschnittlich 7,6 % p.a. auf € 227,3 Mio. (2021), insbesondere aufgrund der Entwicklung im Geschäftsjahr 2021 (insgesamt +23,5 %), die v.a. einer erhöhten Nachfrage von Behörden geschuldet ist
 - Deutlicher Rückgang der in der Region Amerika erzielten Umsatzerlöse um durchschnittlich 11,9 % p.a. auf € 166,0 Mio. (2021), die v.a. auf die temporäre Zurückhaltung einiger Großkunden und eine Abwertung des USD zurückzuführen ist
 - Erhöhung der in der Region Asien-Pazifik erzielten Umsatzerlöse um durchschnittlich 12,7 % p.a. auf € 56,0 Mio. (2021), wobei das Wachstum in dieser Region aufgrund des dort überwiegenden Projektgeschäfts erheblichen Schwankungen unterliegt
 - Verschiebung des Anteils der Regionen an den Umsatzerlösen bis 2021 zugunsten der Region EMEA (63,2 %), während sich der Anteil der Region Amerika deutlich (27,5 %) und der der Region Asien-Pazifik zuletzt (9,3 %) vermindert hat
- Unterproportionaler Anstieg der Herstellungskosten (durchschnittlich 2,6 % p.a.) von € 365,2 Mio. (2019) auf € 384,8 Mio. (2021), wodurch sich die Rohertragsmarge von 34,4 % (2019) auf 36,2 % (2021) verbessert hat, wozu u.a. die Abwertung des USD beigetragen hat, da ein wesentlicher Anteil der Herstellungskosten in USD anfällt

¹⁹⁵ Z.B. die Auflösung von Rückstellungen und eine entsprechende Korrektur der überhöhten Aufwendungen des jeweiligen Vorjahres.

¹⁹⁶ € +5,7 Mio. (2019), € +0,7 Mio. (2020) und € +3,7 Mio. (2021).

- Rückgang der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten von € 105,1 Mio. (2019) um durchschnittlich 3,4 % p.a. auf € 98,1 Mio. (2021)
 - Vertriebs- und Marketingkosten von € 70,9 Mio. (2019) auf € 62,9 Mio. gesunken, was einer Verringerung der Aufwandsquote von 12,7 % auf 10,4 % entspricht und im Wesentlichen auf eine absolute (2020) bzw. relative (2021) Verminderung der Personalaufwendungen und Reisekosten zurückzuführen ist
 - Allgemeine und Verwaltungskosten aufgrund höherer IT-Kosten und Personalaufwendungen von € 34,2 Mio. (2019) auf € 35,1 Mio. (2021) gestiegen, wobei sich die Aufwandsquote mit 5,8 % (2021) geringfügig gegenüber den Vorjahren vermindert hat
- Anstieg der in der GuV erfassten Netto-Aufwendungen für Forschung und Entwicklung¹⁹⁷ von € 73,2 Mio. (2019) um durchschnittlich 2,4 % p.a. auf € 76,7 Mio. (2021)
 - Gesamte angefallene F&E-Kosten von € 115,6 Mio. (2019) auf € 119,2 Mio. (2021) gestiegen
 - Aktivierte F&E-Kosten von € 42,4 Mio. (2019) auf € 42,5 Mio. gestiegen, was einer geringfügigen Verminderung der Aktivierungsquote von 36,7 % (2019) auf 35,6 % (2021) entspricht
 - Aktivierungen im Vergleich zu den in den Herstellungskosten erfassten Abschreibungen auf in der Vergangenheit aktivierte Entwicklungskosten in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 deutlich höher und 2021 auf nahezu gleicher Höhe
- Anstieg des Saldos aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen von € +4,3 Mio. (2019) auf € +5,2 Mio. (2021), was u.a. auf höhere Erstattungen von Zollabgaben und Logistikkosten sowie auf höhere Zuwendungen der öffentlichen Hand zurückzuführen ist
- EBIT bzw. EBIT-Marge kontinuierlich auf € 49,0 Mio. bzw. 8,1 % (2021) gestiegen, was – neben den zuvor beschriebenen einzelnen Effekten – insgesamt auch auf Kostenoptimierungen durch Vertikalisierungsaktivitäten als wesentlicher Bestandteil der Business Transformation Strategie¹⁹⁸ zurückzuführen ist
- In den zuvor dargestellten Funktionskosten enthaltene Abschreibungen insgesamt von € 62,2 Mio. (2019) auf € 70,4 Mio. (2021) gestiegen, wobei die Abschreibungen auf Sachanlagen in nahezu gleichbleibender Höhe angefallen sind und sich die Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände deutlich erhöht haben, was vorwiegend auf den Anstieg der Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten zurückzuführen ist
- EBITDA bzw. EBITDA-Marge kontinuierlich auf € 119,4 Mio. bzw. 19,8 % (2021) gestiegen
- Finanzergebnis von € –3,1 Mio. (2019) auf € +0,9 Mio. (2021) verbessert, wobei das Ergebnis im Geschäftsjahr 2019 durch Wertberichtigungen auf Beteiligungen belastet und die Ergebnisse der nachfolgenden Geschäftsjahre durch Währungskursgewinne begünstigt sind
- Außerordentliches Ergebnis als Gegenposten zu den durchgeführten Bereinigungen der Positionen des EBIT von € –5,7 Mio. (2019) auf € –3,7 Mio. (2021) verbessert
- Ertragsteuern von € –1,9 Mio. (Aufwandssaldo 2019) auf € +13,0 Mio. (Ertragssaldo 2021) aufgrund der Nutzung bestehender und der Aktivierung zuvor nicht aktivierbarer Verlustvorträge erheblich verbessert
- Anstieg des Jahresergebnisses von € 7,0 Mio. (2019) auf € 59,2 Mio. (2021)

¹⁹⁷ „F&E“.

¹⁹⁸ Vgl. Abschnitt D.V.1.ba).

c) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts

Der Bewertungsgutachter fasst seine umfassende Analyse des Geschäftsmodells von ADVA unter Einbeziehung des Markt- und Wettbewerbsumfelds in einer SWOT-Analyse¹⁹⁹ zusammen. Diese lässt sich verdichtet wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Differenziertes Produktangebot der drei Technologiesäulen von ADVA auf Wachstumsmärkte der Telekommunikationsbranche und Digitalisierung (globale Megatrends „Cloud“ und „Mobility“) ausgerichtet ▪ Entwicklungsaktivitäten mit hoher Innovationskraft und dem Fokus auf Schlüsseltechnologien zur Aufrechterhaltung und zum weiteren Ausbau der Technologieführerschaft in ausgewählten Nischenmärkten ▪ Weltweite Marktführerschaft bei der optischen Übertragungstechnik zur Rechenzentrumskopplung für Großunternehmen und derzeitiger Ausbau von Marktanteilen ▪ Internationaler Vertrieb unter Einbindung von Vertriebspartnern ▪ Breiter Kundenstamm mit etablierten Kundenbeziehungen ▪ ADVA aufgrund Eigenkapitalquote (Finanzkraft) und Auftragsbestand (Planbarkeit in kurz- bis mittelfristiger Sicht) resilienter gegenüber Krisen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hohe Wettbewerbsintensität in den relevanten Märkten, bei der sich die Wettbewerber insbesondere über Preis, Qualität, Verfügbarkeit und Vertrieb Vorteile verschaffen müssen ▪ Erhebliche Abhängigkeit von der Innovationskraft, die entsprechend hohe Investitionen in die Anpassung vorhandener bzw. die Entwicklung neuer Verfahren und Produkte erfordert ▪ Vergleichsweise geringe Größe von ADVA, was sich in einer geringeren Wertschöpfung sowie einer begrenzten Produktpalette auswirkt und Skalierungseffekte begrenzt ▪ Abhängigkeit von der Verfügbarkeit der benötigten Komponenten und den Preisen für deren Einkauf ▪ Abhängigkeit von wichtigen Großkunden oder Vertriebspartnern ▪ Durch Fokussierung auf Europa (insbesondere Deutschland) und die USA sehr geringer Marktanteil in der Region Asien-Pazifik
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Globale Megatrends 5G-Infrastruktur und IoT sowie digitale Transformation und Verschiebung der Daten in die Cloud verbunden mit Nachfrage nach mehr Bandbreite, einer flexibleren Bereitstellung von Telekommunikationsdiensten, einer präziseren Netzsynchrisation sowie generell einer wachsenden Datenmenge ▪ Umfangreiche Regierungsprogramme zum Ausbau der Netzwerkinfrastruktur ▪ Realisierung von Aufträgen bei Großkonzernen durch die Partnerschaft mit global agierenden Systemintegratoren ▪ Neues Umsatzpotenzial in einem sich konsolidierenden Marktumfeld durch das Zurückdrängen chinesischer Ausrüster in den westlichen Industrienationen ▪ Temporär mögliche Preiserhöhungen für Netzwerkausrüster infolge der derzeit eingeschränkten Verfügbarkeit von Komponenten, insbesondere Halbleitern ▪ Steigende Nachfrage von Kommunikationsdienstleistern nach paketbasierten Lösungen im Zugangsbereich der Netze infolge der Einführung von 5G und dem Aufkommen von Edge-Computing-Lösungen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Generell intensiver Wettbewerb und rapider technologischer Wandel im Markt für innovative Übertragungstechnik für Cloud- und Mobilfunknetze ▪ Generell stärkere Verhandlungsmacht und Verringerung der Wettbewerbsintensität auf der Kundenseite infolge einer Konsolidierung der Netzbetreiber ▪ Verringerung der Anzahl an Zulieferern und Technologiepartnern auf der Kundenseite infolge von Akquisitionen und Unternehmenszusammenschlüssen ▪ Infolge hoher Kostensteigerungen aufgrund der Halbleiterkrise erforderliche Preiserhöhungen auf der Absatzseite ggf. nur unter Inkaufnahme von Kundenverlusten ▪ Derzeit gestörte Lieferketten und globale Knappheit von Komponenten, insbesondere Halbleitern, infolge der COVID-19-Pandemie ▪ Umsatzrealisierung angesichts der auf Basis erwarteter oder tatsächlicher Kundenbestellungen getätigten Bestellungen von Komponenten aufgrund etwaiger Lieferengpässe bei den Komponenten bedroht

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von ADVA in den für sie relevanten Märkten in einem insgesamt ausgewogenen Verhältnis gegenüber.

¹⁹⁹ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

d) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend die ADVA SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.²⁰⁰ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert. Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der vorgelegten Konzernplanung abgeleitet. Zudem ist im konkreten Bewertungsfall die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften nicht erforderlich.

Die vorstehend beschriebene Vorgehensweise halten wir aus den o.g. Gründen für zweckmäßig. Wir haben uns durch Abstimmungen versichert, dass die Tochterunternehmen vollständig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der ADVA SE berücksichtigt worden sind.

Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter das Bewertungsobjekt strukturiert und abgegrenzt hat, für sachgerecht.

2. Bewertungsstichtag

Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ der Tag der beschlussfassenden HV der ADVA SE, also der 30. November 2022. Dies ergibt sich für die angemessene Barabfindung unmittelbar aus dem Gesetz, wonach die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer HV zu berücksichtigen sind.²⁰¹ Weithin anerkannt ist ferner, dass dieser rechtliche Bewertungsstichtag auch die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, für die im Gesetz keine entsprechende Regelung zu finden ist, markiert.²⁰²

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter den 31. Dezember 2021 gewählt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 30. November 2022 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2022 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – zum einen unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann und zum anderen den außenstehenden Aktionären der ADVA SE zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV noch nicht gutgeschrieben worden ist.

I.R.d. Bewertung unterstellt der Bewertungsgutachter vereinfachend, dass die Jahresergebnisse unterjährig gleichmäßig anfallen. Der üblichen Bewertungspraxis folgend rechnet er sowohl Thesaurierungen als auch Ausschüttungen der Jahresergebnisse vereinfachend einheitlich mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres den Aktionären zu.

²⁰⁰ Vgl. Abschnitt D.III.1.

²⁰¹ § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

²⁰² Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 14 Rz. 33.

Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2021) abgezinst und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (30. November 2022) aufgezinst.

Wir halten die vorstehend beschriebene Vorgehensweise zusammenfassend für sachgerecht. Sie wurde auch rechnerisch richtig durchgeführt.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (30. November 2022) steht in Einklang mit § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

3. Bewertungsmethode

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der ADVA SE nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode in einer Bandbreite ermittelt. Der Zukunftserfolgswert und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt.

Aufgrund der Tatsache, dass die Barabfindung einwertig festzulegen ist und diese regelmäßig aus dem Unternehmenswert abzuleiten ist, haben wir den Unternehmenswert verifiziert, der der festgelegten Barabfindung entspricht. Insoweit beziehen sich unsere Ausführungen vorrangig auf die Höhe der Marktrisikoprämie, aus der sich ein Unternehmenswert ergibt, der der festgelegten Barabfindung entspricht. Der Rand der Bandbreite für den Unternehmenswert, der sich auf Grundlage der alternativ angesetzten Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ergibt, ist nach unserer Auffassung nicht geeignet, den Unternehmenswert der ADVA SE zu bestimmen. Wir haben den sich auf dieser Grundlage ergebenden Wert allerdings für Zwecke unserer Plausibilisierung des Unternehmenswerts verwendet.

Über die wie vorstehend beschrieben ermittelte Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch eine Bandbreite für den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern²⁰³ sowie weitere Bandbreiten für den Wert des Eigenkapitals auf der Grundlage von Multiplikatoren und jeweils einen auf der Grundlage des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung und aus dem bei Vorerwerben gezahlten Preis hochgerechneten Wert des Eigenkapitals ermittelt.

Diese Betrachtungen sind nach unserer Auffassung nicht dazu geeignet, den Unternehmenswert der ADVA SE bzw. die daraus abzuleitenden angemessenen Beträge von Ausgleich und Abfindung i.S.d. §§ 304, 305 AktG und der zu diesen Vorschriften vorliegenden Rechtsprechung unmittelbar zu bestimmen. Mittelbar haben wir sie i.R.d. Angemessenheitsprüfung zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts, der sich aus einer Hochrechnung der festgelegten Barabfindung ergibt, herangezogen.²⁰⁴

²⁰³ Bzw. bei einer mittelbaren Typisierung der persönlichen Steuern.

²⁰⁴ Vgl. zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts Abschnitt D.V.7.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von ADVA nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise mit seiner Feststellung, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten liegt und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist. Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.²⁰⁵

Der Bewertungsgutachter hat den von uns für allein maßgeblich gehaltenen Unternehmenswert, aus dem sich die festgelegte Barabfindung ergibt, der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflussnahme ausüben kann.

Darüber hinaus ist die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst durch den Abschluss des Vertrags ergeben könnten („echte Synergieeffekte“), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen („unechte Synergieeffekte“) und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind, zu berücksichtigen sind.

ADVA und ADTRAN haben gemeinsam eine Schätzung der Synergiepotenziale aus dem Zusammenschluss vorgenommen. Die vorgelegte Berechnung enthält die auf ADVA entfallenden Synergien. Ein erheblicher Anteil der auf ADVA entfallenden möglichen Synergieeffekte wird nach Einschätzung der Vertragsparteien vor Abschluss des Vertrags nicht realisierbar sein, da der Steuerung und Koordination von Aktivitäten im faktischen Konzernverhältnis enge Grenzen gesetzt sind. ADVA und ADTRAN haben die Synergieeffekte gesondert aufgeführt, die sich nach ihrer Auffassung auch ohne den Abschluss des Vertrags realisieren lassen, und die dabei auf ADVA entfallenden Effekte als unechte Synergien in der Planungsrechnung berücksichtigt. Diese Effekte sind also in der Ermittlung des objektivierten Werts nach IDW S 1 enthalten.

Der Bewertungsgutachter hat zusätzlich das von der DVFA empfohlene Konzept des „markttypischen Erwerbers“ berücksichtigt. Dieses unterscheidet sich von dem Konzept des IDW S 1 u.a. in einer abweichenden Behandlung von Synergien. Es wird hier nicht nach echten und unechten Synergien, sondern nach rein käuferindividuellen und nach von einem markttypischen Erwerber erzielbaren Synergieeffekten unterschieden. In der Bewertung vor persönlichen Steuern den DVFA-Empfehlungen sind diese „Market-Participant-Synergien“ angesetzt.

Prüfungsergebnis

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts der ADVA SE das Ertragswertverfahren in der beschriebenen Ausprägung und Parametrisierung heranzuziehen, für sachgerecht.

²⁰⁵ Vgl. Abschnitt D.V.6.d).

4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen

a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess (einschließlich Synergien)

Die Bewertung von ADVA geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen des ADVA-Konzerns aus. Da eine dezidierte Planung für einen unendlichen Zeitraum nicht möglich ist, ist zwischen der Detailplanungsphase und der Phase der ewigen Rente zu unterscheiden.

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung der Gesellschaft, die die Jahre 2022 bis 2026 umfasst, bestimmt. Das erste Jahr der Planungsrechnung (Budget) weist einen höheren Detaillierungsgrad auf als die vier Folgejahre.

Die Planungsrechnung von ADVA ist entsprechend ihrer externen Berichterstattung nach den IFRS aufgestellt. Die Planungsrechnung umfasst eine integrierte GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planung. Die auf Konzernebene zusammengefassten Angaben zu Umsatzerlösen lassen sich nach Technologiesäulen und Regionen aufteilen. Darüber hinaus enthält die vorgelegte Planungsrechnung weitere Aufgliederungen für einzelne Positionen, insbesondere zur Herleitung der Unternehmenssteuern.

Der reguläre Planungsprozess im ADVA-Konzern erfolgt in den Monaten Juli bis November. Der Prozess beginnt „top-down“, indem der Vorstand die Strategie und die Unternehmensziele definiert und dem Controlling zur Verfügung stellt. Das Controlling erstellt auf dieser Basis „bottom up“ zunächst für das Budgetjahr eine detaillierte Planung der einzelnen Komponenten der Umsatzerlöse und der Kosten inklusive Mitarbeiterzahlen auf der Ebene der Konzerngesellschaften. Nach einer Konsolidierung zur Konzernplanung wird diese vom Vorstand „top down“ überprüft und dann mit den Planungsverantwortlichen besprochen und ggf. modifiziert.

Auf der Grundlage des Budgets wird die Planungsrechnung für die vier Folgejahre „top down“ weiterentwickelt. Ausgehend von den Plan-GuV werden dabei auch die zugehörigen Plan-Bilanzen und Plan-Cashflow-Rechnungen zentral erstellt. Die finale Planungsrechnung wird regelmäßig im November von Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedet.

Aufgrund der Halbleiter-Krise und der daraus resultierenden makroökonomischen und industriespezifischen Veränderungen hat ADVA im Zeitraum Juli bis August 2022 eine Aktualisierung der Planungsrechnung für die Jahre 2022 bis 2026 vorgenommen, wobei der reguläre Planungsprozess durchlaufen wurde. Die aktualisierte Planungsrechnung basiert für das Jahr 2022 auf den Ist-Zahlen der Monate Januar bis Juni 2022. Sie wurde am 21. September 2022 vom Vorstand und vom Aufsichtsrat der ADVA SE verabschiedet.

In der aktualisierten Planungsrechnung sind auf ADVA entfallende Synergieeffekte aus der Zusammenarbeit mit ADTRAN, welche ohne Abschluss des BGAV realisiert werden können, enthalten.

Die Synergien beruhen auf Schätzungen einer Arbeitsgruppe, die ADTRAN und ADVA im Sommer 2021 eingesetzt haben, um Synergiepotenziale zu identifizieren und zu beziffern. Damals wurde erwartet, dass innerhalb von zwei Jahren nach Wirksamwerden des BGAV für beide Vertragspartner des Unternehmenszusammenschlusses Synergieeffekte von rd. \$ 52 Mio. gehoben werden können. Diese Synergien wurden

insbesondere auf der Kostenseite durch eine Erhöhung der Effizienz der Lieferkette und durch eine Konsolidierung der Betriebsmodelle erwartet. Außerdem hat die Arbeitsgruppe Umsatzsynergien aus Cross-Selling identifiziert, ohne diese zu quantifizieren.

Unter Berücksichtigung der Annahme, dass wesentliche Teile dieser Synergien erst nach Abschluss des Vertrags realisiert werden können und insoweit als echte Synergien bei der Feststellung des objektivierten Unternehmenswerts der ADVA SE außer Betracht bleiben, ergeben sich nach den aktualisierten Berechnungen der Arbeitsgruppe folgende unechte Synergien auf Seiten von ADVA:

- Umsatzsynergien durch Cross-Selling i.H.v. € 5,0 Mio. (2023), € 6,0 Mio. (2024) und € 7,0 Mio. (2025) mit einem Rohertrag i.H.v. € 2,5 Mio. (2023), € 3,0 Mio. (2024) und € 3,5 Mio. (ab 2025)
- Kostensynergien durch Einsparungen bei den Herstellungskosten durch größere Verhandlungsmacht i.H.v. € 0,1 Mio. (2022), € 1,2 Mio. (2023), € 2,5 Mio. (2024) und € 2,6 Mio. (ab 2025)

Die angesetzten umsatzseitigen Synergien berücksichtigen, dass die Vertriebseinheiten von ADVA und ADTRAN durch eine Zusammenarbeit zusätzliche Verkaufsmöglichkeiten generieren können. Vor Abschluss des Vertrags dürfen Geschäftsgeheimnisse nicht ausgetauscht und muss auch der Datenschutz gewahrt werden. Kostensynergien lassen sich nach Einschätzung der Vertragspartner vor Abschluss des Vertrags nur durch Maßnahmen im Bereich des Einkaufs erzielen. Nach ihrer Einschätzung sind die übrigen Synergiepotenziale erst nach Abschluss des Vertrags realisierbar. Insoweit handelt es sich nach der Definition des IDW S 1 um sog. echte Synergien, die bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich nicht zu berücksichtigen sind.

Wir können die Einschätzung nachvollziehen, dass es aus rechtlichen Gründen erforderlich ist, zunächst den beabsichtigten Abschluss des BGAV abzuwarten, bevor Maßnahmen unternommen werden, um weitere Synergien, insbesondere weitere Kostensynergien, zu heben.

Schließlich sind der Steuerung und Koordinierung von Aktivitäten im faktischen Konzernverhältnis enge Grenzen gesetzt. Der Vorstand der ADVA SE ist nach § 76 Abs. 1 AktG weiterhin verpflichtet, die Gesellschaft in eigener Verantwortung zu leiten. Rechtsgeschäfte mit Unternehmen der ADTRAN Holdings-Gruppe, die nicht gleichzeitig auch Unternehmen des ADVA-Konzerns sind, die auf Veranlassung oder im Interesse der ADTRAN Holdings vorgenommen werden oder Maßnahmen, die auf Veranlassung oder im Interesse von ADTRAN Holdings getroffen oder unterlassen werden, sind nach § 311 Abs. 1 AktG nicht zulässig, wenn sie für die ADVA SE nachteilig sind, es sei denn die daraus entstehenden Nachteile sind quantifizierbar und werden der ADVA SE durch die ADTRAN Holdings ausgeglichen. Über diese Rechtsgeschäfte und Maßnahmen ist gemäß § 312 AktG zu berichten. Dabei ist es erforderlich, für jedes dieser Rechtsgeschäfte bzw. Maßnahmen eine Einschätzung zu treffen, ob der Abschluss des Rechtsgeschäfts oder die Vornahme der Maßnahme für die ADVA SE nachteilig ist und ob etwaige Nachteile ausgeglichen wurden.

Eine solche Einzelfallprüfung kann umfangreiche Analysen erfordern und die Vorstandsressourcen stark einbinden, ohne dass die Prüfung in jedem Fall zu einem absolut rechtssicheren Ergebnis führt. Dies gilt insbesondere für den Austausch von Knowhow und geschäftlichen Informationen. In solchen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht gar oftmals unmöglich, etwaige Nachteile bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass

derartige Maßnahmen im faktischen Konzernverhältnis rechtlich nicht möglich sind oder nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können bzw. ganz zu unterbleiben haben. Es erscheint uns deshalb nachvollziehbar, dass sich der Vorstand der ADVA SE auf den Standpunkt stellt, dass der zur Hebung von weiteren Synergien erforderliche enge Informationsaustausch vor Abschluss des beabsichtigten BGAV aus rechtlichen Gründen nicht möglich ist.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die der Ermittlung der bewertungsrelevanten Synergien zugrunde liegenden Analysen nachvollzogen. Wir halten es für nachvollziehbar, dass weitere unechte Synergieeffekte angesichts der rechtlichen Restriktionen nicht erzielt werden können.

In Bezug auf die Frage, wie Währungen in die Planungsrechnung eingeflossen sind ist zunächst festzuhalten, dass die Planungsrechnung im ersten Planjahr 2022 die tatsächlich in der ersten Jahreshälfte realisierten Wechselkursgewinne und -verluste enthält. Im Folgezeitraum wird mit konstanten Wechselkursen geplant, d.h. es werden keine weiteren Wechselkursgewinne und -verluste erwartet bzw. zukünftige Wechselkursgewinne und -verluste heben sich gegenseitig auf. Die konstanten Wechselkurse ergeben sich grundsätzlich aus den durchschnittlichen Stichtagskursen des Monats Juli 2022. Lediglich für den USD wurde den Entwicklungstendenzen Rechnung getragen und ein Kurs von 1,06 USD/EUR angesetzt. Wir halten die Annahmen zur Höhe dieser Wechselkurse für vertretbar. Im Vergleich zum aktuellen Wechselkurs des USD zum EUR sind diese Annahmen nicht nachteilig für die außenstehenden Aktionäre von ADVA.

Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir die von der Gesellschaft vorgelegte Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung für geeignet.

Die Aktualisierung der Planungsrechnung halten wir für sachgerecht, um die Auswirkungen der Halbleiter-Krise auf die Geschäftstätigkeit der ADVA und die unechten Synergien aus der Zusammenarbeit mit ADTRAN angemessen zu berücksichtigen.

b) Analyse der Planungstreue

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 erzielten Umsatzerlöse und Ergebnisse (EBIT, Ergebnis vor Ertragsteuern und Jahresergebnis) des ADVA-Konzerns (Ist) mit den jeweils für sie budgetierten Werten (Plan) überprüft.

Angesichts der regelmäßig deutlich geringeren Planungssicherheit nachfolgender Planungsjahre beschränkt sich die Analyse auf die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr).

Wir halten die grundsätzliche Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter die Planungstreue analysiert hat, für sachgerecht. Seine umfangreichen Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen und die aus dieser Analyse gewonnenen Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Umsatzerlöse weitgehend planungstreu
- Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2019 verfehlt
 - Herstellungskosten wegen Aufwertung des USD und der durch kompetitiven Druck erhöhten Materialkosten überplanmäßig gestiegen
 - Nicht geplante M&A- und Restrukturierungsaufwendungen

- Gegenläufiger Effekt durch die Auflösung von Rückstellungen und höhere Aktivierungsrate von Entwicklungskosten
- Höhere Zinsaufwendungen nach Umstellung der Bilanzierung von Leasingverträgen
- Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2020 deutlich übertroffen
 - Geringere Kosten wegen Abwertung des USD
 - Geringere Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsprojekte sowie Reise- und Projektkosten infolge der COVID-19-Pandemie
- Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2021 deutlich übertroffen
 - Herstellungskosten infolge der Fokussierung auf Projekte mit höheren Margen im Bereich Services unterplanmäßig gestiegen, teilweise kompensiert durch Aufwertung des USD
 - Geringere Reise- und Projektkosten infolge der COVID-19-Pandemie
 - Auflösung von Rückstellungen
 - Höhere F&E-Subventionen
 - Aktivierung steuerlicher Verlustvorträge
- Prognosen in der Vergangenheit mehrheitlich erfüllt bzw. sogar übererfüllt
- Planabweichungen überwiegend auf nicht vorhersehbare oder einmalige Effekte wie die COVID-19-Pandemie, Restrukturierungen oder Wechselkurseffekte zurückzuführen
- Auch für das Geschäftsjahr 2022 keine Hinweise, dass die Ziele des aktualisierten Budgets nicht noch erreicht werden können
- Planungsrechnung von ADVA grundsätzlich eine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen können.

Demzufolge hat die Analyse der Planungstreue – unter Einbeziehung der Erkenntnisse aus unserer Analyse des Planungsprozesses – auch nach unserer Auffassung gezeigt, dass die Planungsrechnungen von ADVA für Zwecke der Unternehmensbewertung grundsätzlich geeignet sind.

Prüfungsergebnis

Die von ADVA vorgelegte Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts von ADVA verwendet werden.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt.

Aus bewertungssystematischen Gründen hat der Bewertungsgutachter in nachvollziehbarer Weise die folgenden Anpassungen der vorgelegten Prognoserechnung vorgenommen:

- Umgliederung von Restrukturierungs- und transaktionsbezogenen Aufwendungen im Jahr 2022
- Anpassung der Bilanz aufgrund der Annahme einer jährlichen Ausschüttung der über die betriebsnotwendige Liquidität hinausgehenden Liquidität (Minderung der geplanten Beträge für Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente sowie den Bilanzgewinn um die jeweilige Ausschüttung)

c) Analyse der Planungsrechnung

ca) Übersicht

Im Vergleich zu den (bereinigten) Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die modifizierte²⁰⁶ Plan-GuV der Gesellschaft – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

ADVA GuV € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung						CAGR	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2019/21	2021/26	
Umsatzerlöse	556,8	565,0	603,3	710,5	790,0	835,0	875,0	915,0			
Herstellungskosten	-365,2	-368,4	-384,8	-471,1	-521,5	-544,0	-565,5	-586,0	2,6%	8,8%	
Rohertrag	191,7	196,5	218,6	239,4	268,5	291,0	309,5	329,0	6,8%	8,5%	
Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten	-105,1	-96,4	-98,1	-110,6	-113,8	-118,6	-123,1	-127,8	-3,4%	5,4%	
Forschungs- und Entwicklungskosten	-73,2	-74,5	-76,7	-89,2	-93,3	-98,5	-104,0	-109,8	2,4%	7,4%	
Sonstige betriebliche Erträge	4,8	3,8	5,9	5,0	3,6	3,6	3,6	3,6	11,4%	-9,6%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,5	-1,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3%	-100,0%	
EBIT	17,7	28,2	49,0	44,5	65,0	77,4	86,0	95,0	66,5%	14,2%	
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	62,2	65,1	70,4	69,7	77,5	81,3	85,3	88,3	6,4%	4,6%	
EBITDA	79,8	93,3	119,4	114,3	142,5	168,8	171,3	183,3	22,3%	9,0%	
Finanzergebnis	-3,1	-2,7	0,9	2,4	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	n.a.	n.a.	
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	14,6	25,5	49,9	47,0	64,1	76,8	85,4	94,4	85,0%	13,6%	
Außerordentliches Ergebnis	-5,7	-0,7	-3,7	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.	
Ergebnis vor Ertragsteuern	8,9	24,8	46,2	31,4	64,1	76,8	85,4	94,4	127,6%	15,3%	
Ertragsteuern	-1,9	-4,5	13,0	0,9	-16,7	-20,6	-23,0	-25,6	n.a.	n.a.	
Jahresüberschuss	7,0	20,3	59,2	32,4	47,4	56,2	62,3	68,7	189,9%	3,0%	
In % der Umsatzerlöse											
Herstellungskosten	65,6%	65,2%	63,8%	66,3%	66,0%	65,2%	64,6%	64,0%			
Rohertrag	34,4%	34,8%	36,2%	33,7%	34,0%	34,8%	35,4%	36,0%			
Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten	18,9%	17,1%	16,3%	15,6%	14,4%	14,2%	14,1%	14,0%			
Forschungs- und Entwicklungskosten	13,1%	13,2%	12,7%	12,6%	11,8%	11,8%	11,9%	12,0%			
Sonstige betriebliche Erträge	0,9%	0,7%	1,0%	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%			
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
EBIT	3,2%	5,0%	8,1%	6,3%	8,2%	9,3%	9,8%	10,4%			
Abschreibungen	11,2%	11,5%	11,7%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%			
EBITDA	14,3%	16,5%	19,8%	16,1%	18,0%	19,0%	19,6%	20,0%			
Effektive Steuerquote	21,1%	18,2%	-28,1%	-3,0%	26,0%	26,8%	27,0%	27,2%			

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

cb) Umsatzerlöse

ADVA ist es in der betrachteten Vergangenheit gelungen, die Umsatzerlöse trotz der Herausforderungen durch die COVID 19-Pandemie, die weltweiten Lieferengpässe und die Materialknappheit im Bereich der Halbleiter steigern zu können. Dies gilt insbesondere für das Geschäftsjahr 2021, in dem die Umsatzerlöse des ADVA-Konzerns um 6,8 % gestiegen sind.

Dabei profitiert ADVA von den derzeitigen Trends zum Home Office und Home Schooling sowie zu Videokonferenzen, der Einführung digitaler Prozesse in allen Industriebereichen und dem Trend zu Multi-Cloud-Lösungen, welche erhebliche Investitionen in den Ausbau der Datennetze zur Folge hatten und künftig weiterhin auch haben werden.

Im Planungszeitraum soll sich das Wachstum nochmals erheblich beschleunigen. Für das Geschäftsjahr 2022 erwartet ADVA, eine Steigerung der Umsatzerlöse um 17,8 % erreichen zu können. Angesichts der Tatsache, dass der für das Geschäftsjahr 2022 budgetierte Umsatz zum 30. Juni 2022 erst zu 47 % realisiert werden konnte, erscheint das Umsatzziel für das Geschäftsjahr 2022 nach Auffassung des Bewertungsgutachters ambitioniert. Auch für das Geschäftsjahr 2023 erwartet die Gesellschaft mit 11,2 % wachsen zu können. In den nachfolgenden Planjahren sinken die Wachstumsraten auf 4,6 % (2026).

Das Umsatzwachstum in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 ist durch den Auftragsbestand untermauert. Dieser beinhaltet auch Projekte, die infolge von Lieferengpässen noch nicht realisiert werden konnten. Zudem konnte ADVA zuletzt verstärkt Preiserhöhungen bei ihren Kunden durchsetzen. Einen wesentlichen Wachstumstreiber sieht ADVA auch darin, dass sie als ein westlicher Netzausrüster mit

²⁰⁶ Umgliederung von Restrukturierungs- und transaktionsbezogenen Aufwendungen im Jahr 2022.

europäisch-amerikanischer Unternehmenskultur Marktanteile dadurch gewinnen kann, dass sich die USA sowie viele Länder in Europa, aber auch in der Region Asien-Pazifik, von ihrer Abhängigkeit von chinesischen Netzbetreibern lösen wollen.

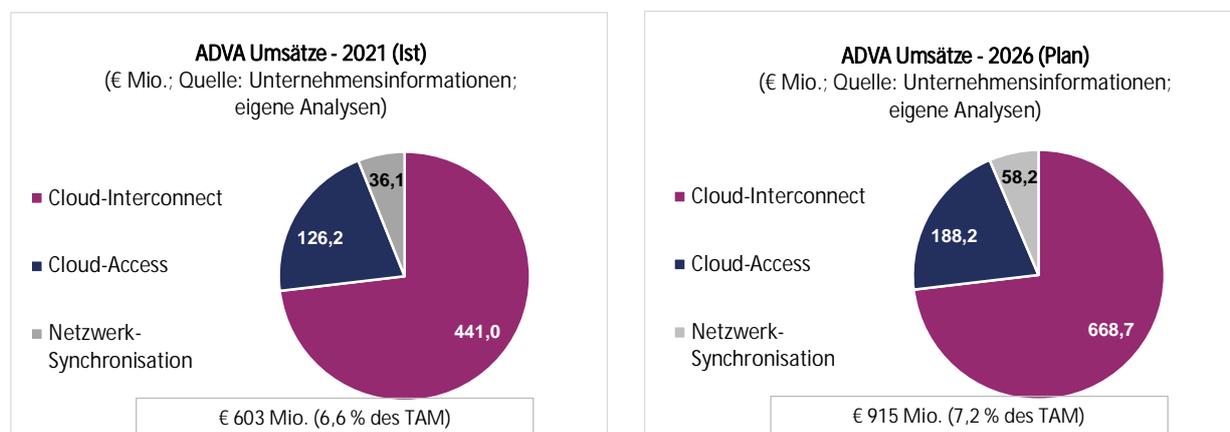
Das Umsatzwachstum liegt in daher im Zeitraum bis 2023 deutlich über dem erwarteten Marktwachstum.²⁰⁷ Für den weiteren Verlauf des Planungszeitraums rechnet ADVA mit einem Abklingen der Lieferengpässe. Das Umsatzwachstum von ADVA gleicht sich dann dem erwarteten Marktwachstum an.

Die Wachstumserwartungen beruhen u.a. auch auf den folgenden drei Säulen der Business Transformation Strategie:

- Überproportionales Wachstum bei privaten und sicherheitsrelevanten Netzen außerhalb der klassischen Netzwerkinfrastruktur sowie eine Expansion in neue Branchen außerhalb der Telekommunikationsbranche
- Überproportionales Wachstum bei Software und Dienstleistungen (Services)
- Erschließung neuer Märkte und Kostenoptimierung durch die Integration von Teilen der Lieferkette

Da die Umsatzerlöse aus Dienstleistungen dem Vertrieb der Hardware bzw. der Projektumsetzung zeitlich nachgelagert sind, rechnet ADVA damit, dass die Umsatzerlöse aus Dienstleistungen bis 2025 (CAGR 2021/25: 10,8 %) deutlich über den Markterwartungen (4,4 %) liegen.

Die Planungsrechnung der Gesellschaft beinhaltet einen Vergleich der von ADVA erzielten bzw. geplanten Umsatzerlöse je Technologiesäule mit den realisierten bzw. erwarteten Entwicklungen für den jeweiligen TAM. Der Umsatz-Split von ADVA und der gesamte Anteil von ADVA am TAM ergibt sich danach wie folgt:



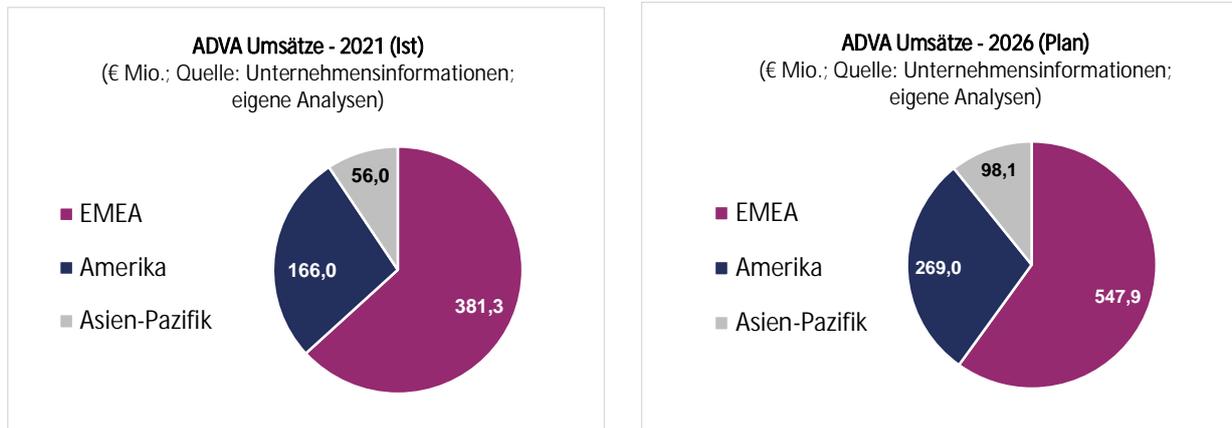
Aus der Darstellung wird erkennbar, dass die Planungsrechnung keine wesentliche Verschiebung der Umsatzanteile der drei Technologiesäulen beinhaltet. Die höheren Wachstumserwartungen für die Technologiesäule Cloud-Interconnect in den Jahren 2022 und 2023 werden durch höhere Wachstumserwartungen für die beiden übrigen Technologiesäulen in den Jahren 2024 und 2025 wieder ausgeglichen.

Die Wachstumserwartungen für die Technologiesäule Cloud-Interconnect in den Jahren 2022 und 2023 sind auch in Bezug auf deren TAM deutlich überdurchschnittlich. Nachfolgend soll das Wachstum auf die Markterwartungen abschmelzen. Für die beiden übrigen Technologiesäulen prognostiziert ADVA v.a. in

²⁰⁷ Gemessen an dem Total Adressable Market (TAM).

den Jahren 2023 und 2024 deutlich über den Markterwartungen liegende Wachstumsraten. Insgesamt wird ADVA seinen Marktanteil erwartungsgemäß von 6,6 % (2021) auf 7,2 % (2026) ausbauen können.

Die Planungsrechnung der Gesellschaft beinhaltet zudem einen Vergleich der von ADVA erzielten bzw. geplanten Umsatzerlöse je Region mit den realisierten bzw. erwarteten Entwicklungen für den jeweiligen TAM in den Jahren 2021 bis 2025. Der Umsatz-Split von ADVA ergibt sich danach wie folgt:



Das erwartete Marktwachstum in der Region Asien-Pazifik liegt deutlich über den Erwartungen für die beiden anderen Regionen. Zudem will ADVA in der Region Asien-Pazifik in jedem Jahr überdurchschnittlich wachsen. In der Region Amerika erwartet ADVA, in den Jahren 2022 und 2023 deutlich stärker als der Markt wachsen zu können. Aber auch in der Region EMEA sollen die Markterwartungen plangemäß übertroffen werden. Insgesamt gewinnen die beiden anderen Regionen an Gewicht. Gleichwohl bleibt die Region EMEA auch im Jahr 2026 der größte Absatzmarkt von ADVA.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich des Wachstums der Umsatzerlöse von ADVA mit den Wachstumsraten der Peers zeigt, dass das Umsatzwachstum von ADVA in den Jahren 2019 und 2020 über dem Median der Wachstumsraten der Peers lag. Im Jahr 2021 haben die Peers allerdings im Median ein deutlich höheres Wachstum als ADVA erzielen können. Im ersten Planjahr liegt das Wachstum der Umsatzerlöse von ADVA im oberen Bereich der durch die Peers aufgespannten Bandbreite²⁰⁸ und damit deutlich über dem Median der von den Analysten geschätzten Wachstumsraten der Peers. Dies wird vom Bewertungsgutachter darauf zurückgeführt, dass ADVA plant, in besonderem Ausmaß von dem Bestreben vieler Länder, sich von der Abhängigkeit chinesischer Netzausrüster zu lösen, profitieren zu können. In den Jahren 2023 und 2024 liegt das geplante Wachstum der Umsatzerlöse von ADVA im unteren Bereich der durch die Peers aufgespannten Bandbreite.

²⁰⁸ Zur Eliminierung von Ausreißern ist die gesamte Bandbreite auf das 25%/75 %-Quantil beschränkt.

cc) Operatives Ergebnis (EBIT)

Herstellungskosten/Rohertrag

Die Herstellungskosten beinhalten neben Materialkosten v.a. Kosten für Fracht, Zölle und Verpackung, Personalkosten und Abschreibungen.

ADVA rechnet damit, dass die Herstellungskosten zu Beginn des Planungszeitraums von € 384,8 Mio. bzw. einem Anteil von 63,8 % der Umsatzerlöse (2021) auf € 471,1 Mio. bzw. 66,3 % der Umsatzerlöse (2022) ansteigen. Ursächlich hierfür ist v.a. der Anstieg der Einkaufspreise aufgrund der Halbleiterkrise, der Lieferengpässe und der Aufwertung des USD, welcher nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden kann.

Für den weiteren Verlauf des Planungszeitraums erwartet die Gesellschaft eine allmählich sinkende Herstellungskostenquote. Dies resultiert insbesondere aus dem erwarteten Abklingen der Halbleiterkrise und der geplanten Fokussierung auf margenstarkes Geschäft. Daneben erwartet ADVA, Kosteneinsparungen durch die Wiederverwendung von Komponenten, die Konsolidierung und Skalierung von Zulieferern, technologische Produktverbesserungen und eine Erhöhung der Fertigungstiefe erzielen zu können.

Über den gesamten Planungszeitraum hinweg sollen die Herstellungskosten (CAGR 2021/26: 8,8 %) weitgehend proportional zu den Umsatzerlösen (CAGR 2021/26: 8,7 %) steigen. Auf dieser Grundlage soll sich der Rohertrag im Verlauf des Planungszeitraums von € 218,6 Mio. (2021) auf € 329,0 Mio. (2026) erhöhen. Die Rohertragsmarge fällt erwartungsgemäß zunächst von 36,2 % (2021) auf 33,7 % (2022) und soll sich dann sukzessive bis 2026 (36,0 %) wieder dem günstigen Niveau des Geschäftsjahres 2021 annähern.

Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten

Die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten erhöhen sich im Detailplanungszeitraum um durchschnittlich 5,4 % p.a. und damit deutlich geringer als die Umsatzerlöse. Dadurch setzt sich der Trend einer sinkenden Kostenquote plangemäß fort. Im Geschäftsjahr 2021 fielen noch Funktionskosten i.H.v. 16,3 % der Umsatzerlöse an. Im letzten Planjahr (2026) soll sich die Kostenquote auf 14,0 % vermindert haben.

Ursächlich hierfür sind verschiedene Maßnahmen zur Kostensenkung. Beispielsweise soll der im Zuge der COVID-19-Pandemie eingeschränkte Umfang an Dienstreisen und physischen Events auch nach dem Ende der Pandemie nicht mehr auf das alte Niveau hochgefahren werden. Weiterhin sollen Einsparungen durch eine effiziente Integration von IT-Anwendungen in die Arbeitsabläufe erzielt werden. Im Übrigen zeigen sich hier auch Skaleneffekte. Im gesamten Planungszeitraum entfallen rd. 70 % der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten auf Personalkosten.

Im Jahr 2022 beinhalten die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten Transaktionskosten im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss mit dem ADTRAN-Konzern i.H.v. € 15,5 Mio. Der Bewertungsgutachter weist die Kosten als außerordentliches Ergebnis aus.

Forschungs- und Entwicklungskosten

Die angefallenen Forschungs- und Entwicklungskosten (brutto) werden teilweise als Entwicklungsprojekte aktiviert. Der in der GuV ausgewiesene Aufwand stellt den Saldo dar. Der Gesamtbetrag der geplanten Forschungs- und Entwicklungskosten (brutto) ergibt sich wie folgt:

ADVA Forschungs- und Entwicklungskosten € Mio.	Ist	Planungsrechnung					CAGR
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2021/26
Netto-Forschungs- und Entwicklungskosten	76,1	88,6	92,7	97,9	103,3	109,1	7,5%
Aktivierung	42,5	44,1	50,7	53,7	57,0	60,4	7,3%
Brutto-Forschungs- und Entwicklungskosten	118,6	132,6	143,4	151,6	160,3	169,5	7,4%
in % der Umsatzerlöse							
Brutto-Forschungs- und Entwicklungskosten	19,7%	18,7%	18,1%	18,2%	18,3%	18,5%	

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Der Anteil der Brutto-Forschungs- und Entwicklungskosten an den Umsatzerlösen sinkt im Detailplanungszeitraum zunächst von 19,7 % (2021) auf 18,1 % (2023) und erhöht sich dann wieder bis auf 18,5 % (2026). Diese Entwicklung soll durch Effizienzsteigerungen erreicht werden. Für die Netto-Kosten ergibt sich eine ähnliche Entwicklung. Die Kostenquote sinkt über den gesamten Betrachtungszeitraum von 12,7 % (2021) auf 12,0 % (2026).

Der Anteil der Personalkosten an den Brutto-Forschungs- und Entwicklungskosten steigt im Planungshorizont geringfügig von rd. 78 % auf rd. 81 %.

Die aktivierten Forschungs- und Entwicklungskosten entsprechen weitgehend der jährlichen Abschreibung auf die aktivierten Entwicklungsprojekte.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich des Anteils der Brutto-F&E-Kosten an den Umsatzerlösen mit den entsprechenden Quoten der Peers zeigt, dass die F&E-Kostenquoten von ADVA in allen drei Jahren der Vergangenheitsanalyse auf dem Niveau des Peer Group-Medians liegen. Da für die F&E-Kosten keine Analystenschätzungen vorliegen, beschränkt sich der Vergleich auf die Vergangenheit.

Sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen

Die Planung der sonstigen betrieblichen Erträge berücksichtigt – neben einem Bodensatz für diverse regelmäßig anfallenden Erträge i.H.v. 1,0 Mio. – gegenüber dem Geschäftsjahr 2021 gestiegene Erträge aus der Erbringung von Entwicklungsleistungen (€ 2,5 Mio.). Periodenfremde Erträge und Einmalerträge werden grundsätzlich nicht geplant. Im ersten Planjahr sind allerdings periodenfremde Erträge aus Eingängen auf abgeschriebene Forderungen und der Auflösung von Rückstellungen enthalten.

Sonstige betriebliche Aufwendungen werden nicht geplant.

Personalkosten

Im Umsatzkostenverfahren werden Personalaufwendungen in der GuV nicht gesondert ausgewiesen. Zur weiteren Analyse haben wir die in der vorgelegten Planungsrechnung enthaltenen Informationen zu den Personalkosten und Mitarbeitern je Funktionsbereich verwendet und weitere Kennzahlen wie folgt ermittelt:

ADVA Personalkosten nach Funktionen € Mio.	Ist	Planungsrechnung					CAGR
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2021/26
Herstellungskosten	29,4	31,8	35,2	36,7	38,0	39,3	6,0%
Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten	68,5	75,9	77,2	81,1	85,0	89,0	5,4%
Forschungs- und Entwicklungskosten	92,4	105,3	114,9	122,4	130,4	139,0	8,5%
Summe	190,3	212,9	227,4	240,2	253,4	267,3	7,0%
Durchschnittliche Anzahl Mitarbeiter:							
Herstellung	410	456	481	500	511	521	4,9%
Vertrieb, Verwaltung und Marketing	524	554	585	604	621	638	4,0%
Forschung und Entwicklung	963	1.055	1.144	1.201	1.261	1.324	6,6%
Gesamt	1.897	2.065	2.209	2.306	2.394	2.484	5,5%
Durchschnittliche Kosten je Mitarbeiter in T€:							
Herstellung	71,8	69,7	73,2	73,4	74,4	75,5	1,0%
Vertrieb, Verwaltung und Marketing	130,7	137,0	132,1	134,3	136,7	139,4	1,3%
Forschung und Entwicklung	95,9	99,8	100,5	101,9	103,4	105,0	1,8%
Gesamt	100,3	103,1	102,9	104,2	105,9	107,6	1,4%
Umsatz je Mitarbeiter in T€ (gesamt)	293,5	273,6	273,1	308,1	330,1	336,2	2,8%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Im Vergleich zu den Umsatzerlösen, die im Zeitraum 2021 bis 2026 plangemäß um durchschnittlich 8,7 % p.a. wachsen sollen, erhöhen sich die Personalkosten in diesem Zeitraum nur um durchschnittlich 7,0 % p.a. Während die Personalkosten in der Funktion F&E nahezu in demselben Umfang wie die Umsatzerlöse wachsen sollen, können in den übrigen Funktionsbereichen plangemäß deutliche Skaleneffekte realisiert werden.

Diese Entwicklung ergibt sich zum einen aus einem Anstieg der durchschnittlichen Anzahl der Mitarbeiter. Erwartungsgemäß ist in den verwaltenden Funktionen ein geringerer Mitarbeiteranbau erforderlich, um das erhebliche Umsatzwachstum zu verarbeiten. Zum anderen zeigt sich, dass die Annahmen zur Entwicklung der Gehälter von einem moderaten Faktorpreisanstieg ausgehen (1,4 % p.a.). In Kombination des im Verhältnis zu den Umsatzerlösen geringeren Anstiegs der Anzahl der Mitarbeiter und der moderaten Faktorpreientwicklung steigt der durchschnittliche Umsatz je Mitarbeiter im Zeitraum 2021 bis 2026 um 2,8 % p.a.

EBIT

Das EBIT vermindert sich im ersten Planjahr infolge der erhöhten Herstellungskosten aufgrund der Halbleiterkrise, der Lieferengpässe und sonstiger Kostensteigerungen von € 49,0 Mio. (2021) auf € 44,5 Mio. (2022). Ab dem zweiten Planjahr soll sich das EBIT aufgrund der dargestellten Entwicklungen kontinuierlich bis auf € 95,0 Mio. (2026) erhöhen.

Die EBIT-Marge erhöht sich im Planungszeitraum von 6,3 % (2022) auf 10,4 % (2026). Gegenüber dem betrachteten Vergleichszeitraum liegen die EBIT-Margen in der Detailplanungsphase bereits ab 2023 über den in der jüngeren Vergangenheit realisierten Werten. Die EBIT-Marge des Planjahres 2026 liegt mit 10,4 % deutlich über der Marge, die in dem bereits guten Geschäftsjahr 2021 (8,1 %) erzielt werden konnte.

Diese Entwicklung ist auf den Fokus auf hochmarginige Projekte sowie einer Optimierung der Kosten und Effizienzsteigerungen durch Unternehmensanwendungen bzw. -systeme zurückzuführen. Die in der Planungsrechnung enthaltenen Synergien haben einen Anteil von 0,7 Prozentpunkten an der Verbesserung der EBIT-Marge.

Aus dem Vergleich mit den Peers²⁰⁹ zeigt sich, dass ADVA bereits in der betrachteten Vergangenheit eine EBIT-Marge erzielt hat, die unterhalb des Medians der Margen der Peers liegt. Im Vergleich zu den Analystenschätzungen, die in ausreichender Anzahl bis 2024 vorliegen, wird die von ADVA plangemäß erzielte EBIT-Marge auch in den Jahren bis 2024 weiterhin unterhalb des Medians der Margen der Peers liegen.

Der Bewertungsgutachter führt dies v.a. darauf zurück, dass die Peers im Durchschnitt stärker vertikal integriert sind und technisch differenziertere Produkte und ein breiteres Produktportfolio anbieten als ADVA. Zudem sei ADVA in einem etwas größeren Umfang von Großkunden abhängig, welche aufgrund ihrer Verhandlungsmacht Preiszugeständnisse von ADVA erlangten und außerdem auf der Beschaffungsseite eher Preisnehmer.

Abschreibungen/EBITDA

Die Summe der in den Funktionskosten enthaltenen Abschreibungen liegt im gesamten Planungszeitraum geringfügig unterhalb von 10 % der Umsatzerlöse. In der betrachteten Vergangenheit sind Abschreibungen von mehr als 11 % der Umsatzerlöse angefallen. Die Abschreibungen entfallen im Wesentlichen auf die aktivierten Entwicklungsprojekte.

Das EBITDA entwickelt sich weitgehend parallel zum EBIT. Es sinkt infolge des Kostenanstiegs im ersten Planjahr von € 119,4 Mio. (2021) auf € 114,3 Mio. (2022) und erhöht sich im weiteren Planungsverlauf kontinuierlich bis auf € 183,3 Mio. (2026). Die EBITDA-Marge entwickelt sich weitgehend parallel zu dieser Entwicklung von 19,8 % (2021) über 16,1 % (2022) auf 20,0 % (2026).

Auf Basis der bereinigten Zahlen (s.o.) ergibt sich auch hinsichtlich der EBITDA-Marge ein Renditenachteil von ADVA gegenüber den Peers. Die (bereinigte) EBITDA-Marge von ADVA liegt sowohl im Ist als auch im Plan stets unterhalb des Medians der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite.

²⁰⁹ Um die Zahlen von ADVA und den Peers besser vergleichbar zu machen, hat der Bewertungsgutachter für ADVA neben einer unbereinigten Zahl auch eine bereinigte Größe dargestellt. Die Bereinigung berücksichtigt zum einen Proforma-Anpassungen (Kosten aus der aktienbasierten Vergütung sowie Transaktions- und Restrukturierungskosten) und zum anderen die Effekte, die aus der Aktivierung von Entwicklungskosten resultieren (Erträge aus der Aktivierung sowie Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten) und die bei den Unternehmen der Peer Group nicht zu beobachten sind, da diese keine Aktivierungen von Entwicklungskosten vornehmen. Die Zahlen der Peers sind zudem um Effekte bereinigt, die bei ADVA nicht anfallen (z.B. akquisitionsbedingte Aufwendungen und Integrationskosten).

cd) Jahresüberschuss

Finanzergebnis

Der Bewertungsgutachter hat das von der Gesellschaft geplante Finanzergebnis ohne Anpassungen übernommen, da die überschüssige Liquidität, die er als nicht betriebsnotwendige liquide Mittel im Planungszeitraum für Ausschüttungen verwendet, plangemäß nicht verzinst wird.

Das ausgewiesene Finanzergebnis enthält im ersten Planjahr (2022) Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen sowie Währungskursgewinne und -verluste sowie Kosten für Factoring und die Wechselkurssicherung.

Das positive Finanzergebnis im ersten Planjahr resultiert aus einem positiven Saldo aus Währungskursgewinnen und -verlusten sowie Gewinnen und Verlusten aus Devisentermingeschäften i.H.v. € 4,3 Mio. Für den weiteren Verlauf des Planungszeitraums sind keine Gewinne oder Verluste aus der Währungsumrechnung geplant. Es fallen aber weiterhin in geringem Umfang Kosten für die Wechselkurssicherung (Hedging) an.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten werden planmäßig bis 2023 vollständig getilgt. Ab 2024 enthält das Finanzergebnis daher ausschließlich Factoring-Kosten, Kosten für die Wechselkurssicherung sowie Zinsen auf Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen. Für diese Positionen werden € 0,6 Mio. p.a. angesetzt.

Außerordentliches Ergebnis

Der Bewertungsgutachter hat im Geschäftsjahr 2022 anfallende Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss mit dem ADTRAN-Konzern i.H.v. € 15,5 Mio. dem außerordentlichen Ergebnis zugewiesen.

Unternehmenssteuern

Der Bewertungsgutachter hat die von der Gesellschaft aufgestellte Planung der Unternehmenssteuern ohne Anpassungen übernommen, da er eine ergebniswirksame Anpassung des Vorsteuerergebnisses nicht vorgenommen hat und die Steuerplanung auch für nachvollziehbar hält.

ADVA hat die Unternehmenssteuern vereinfacht kalkuliert, indem sie die sich nach den IFRS ergebenden Vorsteuer-Planergebnisse auf die drei Regionen Deutschland, USA und restliche Welt aufgeteilt und dann mit einem effektiven Steuersatz von rd. 29 % (Deutschland), 25% (USA) und 21 % (restliche Welt) belastet hat. Für wesentliche Unterschiede zwischen den anteiligen Vorsteuer-Ergebnissen und den jeweiligen Steuerbemessungsgrundlagen hat die Gesellschaft den Steueraufwand entsprechend angepasst. Auch latente Steuern auf Buchwertdifferenzen zwischen den in der Steuerbilanz und der Bilanz nach IFRS bilanzierten Vermögensgegenständen und Schulden wurden berücksichtigt.

Bei ihrer Kalkulation des Steueraufwands hat die Gesellschaft nutzbare steuerliche Verlustvorträge bei der ADVA SE und Tochtergesellschaften in Israel, der Schweiz und den USA i.H.v. insgesamt € 237,3 Mio. per 31. Dezember 2021 berücksichtigt.

Aufgrund von Erträgen aus der Aktivierung der steuerlichen Verlustvorträge rechnet die Gesellschaft im ersten Planjahr mit einem Ertrag aus Unternehmenssteuern i.H.v. € 0,9 Mio., was einer effektiven Steuer-

quote von –3,0 % entspricht. Für Deutschland, Israel und die Schweiz sind die zukünftigen Steuereinsparungen durch die Nutzung der Verlustvträge in der Planungsrechnung damit abgegolten. Lediglich in den USA werden aufgrund der dortigen steuerlichen Bestimmungen bis zum Jahr 2035 Verlustvträge aktiviert und somit entsprechende Erträge erzielt werden.

Auf dieser Basis ergeben sich im weiteren Verlauf der Planungsrechnung effektive Steuerquoten, die von 26,0 % (2023) kontinuierlich bis auf 27,2 % (2026) ansteigen. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen daraus, dass ein steigender Anteil des Vorsteuer-Planergebnisses auf Deutschland, das den höchsten effektiven Steuersatz der drei Regionen hat, entfällt.

Jahresüberschuss

Der Jahresüberschuss vermindert sich aufgrund des Kostenanstiegs im ersten Planjahr auf € 32,4 Mio. (2021: € 59,2 Mio.). In den Folgejahren steigt er kontinuierlich bis auf € 68,7 Mio. (2026).

ce) Bilanz

Im Vergleich zu den Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die modifizierte²¹⁰ Planbilanz der Gesellschaft – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen –²¹¹ insgesamt wie folgt dar:

ADVA Bilanz € Mio.	Ist			Planungsrechnung						CAGR	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2019/21	2021/26	
Immaterielle Vermögensgegenstände	192,8	185,9	189,9	197,3	196,6	192,6	188,7	186,0	-0,7%	-0,4%	
Sachanlagen	64,6	56,6	55,8	58,7	58,9	59,1	59,3	59,6	-7,1%	1,3%	
Sonstige langfristige Vermögenswerte	3,4	2,6	4,8	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	18,6%	1,8%	
Anlagevermögen	260,8	245,2	250,5	261,3	260,8	257,0	253,3	250,8	-2,0%	0,0%	
Vorräte	105,4	90,1	129,2	148,3	142,3	133,6	138,6	143,2	10,7%	2,1%	
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	96,2	83,9	83,0	115,8	119,0	125,8	131,5	137,1	-7,1%	10,6%	
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	54,3	64,9	109,0	50,0	55,6	58,8	61,6	64,4	41,7%	-10,0%	
Sonstiges Umlaufvermögen	19,8	15,9	29,8	38,2	29,3	18,7	18,7	18,7	22,8%	-8,9%	
Umlaufvermögen	275,6	254,8	351,0	352,4	346,2	336,9	350,3	363,4	12,9%	0,7%	
Summe Aktiva	536,4	500,0	601,5	613,6	607,0	593,9	603,6	614,2	5,9%	0,4%	
Eigenkapital	255,8	263,2	339,9	357,3	386,4	367,3	360,7	365,6	15,3%	1,5%	
Rückstellungen	15,8	16,0	17,9	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	6,5%	11,7%	
Verzinsliche Verbindlichkeiten	123,2	99,0	80,2	67,2	29,2	29,2	29,2	29,2	-19,3%	-18,3%	
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	141,6	121,8	163,5	158,1	160,2	166,2	182,5	188,2	7,4%	2,9%	
Summe Passiva	536,4	500,0	601,5	613,6	607,0	593,9	603,6	614,2	5,9%	0,4%	
Kennzahlen											
Forderungsreichweite (in Tagen)	63,6	58,2	50,5	51,1	54,2	53,5	53,7	53,6			
Verbindlichkeitsreichweite (in Tagen)	68,3	58,2	60,4	66,2	60,6	58,5	58,6	58,5			
Liquide Mittel (in % der Umsatzerlöse)	9,7%	11,5%	18,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%			
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA	1,4	1,2	0,8	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2			
Eigenkapitalquote (in % der Bilanzsumme)	47,7%	52,6%	56,5%	58,2%	63,7%	61,8%	59,8%	59,5%			
Return on Capital Employed (angepasst)			14,2%	11,5%	16,9%	20,5%	23,4%	25,7%			

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Die Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

- Weitgehend stabile Verhältnisse in der Planungsphase
- Anlagevermögen zum Ende der Planungsphase mit € 250,8 Mio. (31. Dezember 2026) nahezu unverändert zum Aufsatzzeitpunkt (31. Dezember 2021), da zwischenzeitliche Erhöhungen infolge von Investitionen (CAPEX) durch Abschreibungen und Abgänge über den Planungszeitraum ausgeglichen werden
- CAPEX-Quote (nur Sachanlagen) von ADVA durchgängig mindestens am oberen Rand der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite

²¹⁰ Anpassung aufgrund der Annahme einer jährlichen Ausschüttung der über die betriebsnotwendige Liquidität hinausgehenden Liquidität (Minderung der geplanten Beträge für Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente sowie den Bilanzgewinn um die jeweilige Ausschüttung).

²¹¹ In unserer Berechnung liegt den jahresbezogenen Kennzahlen der jeweilige Durchschnitt der bilanziellen Zahlen zum Ende des jeweiligen Geschäftsjahres und des jeweiligen Vorjahres zugrunde: Insofern weichen diese teilweise von den Zahlen des Bewertungsgutachters ab.

- Vorräte infolge von durch die Halbleiterkrise bedingten Aufstockungen auch zum 31. Dezember 2022 erhöht, im Anschluss Normalisierung, dadurch Rückgang der durchschnittlichen Lagerhaltung²¹²
- Erhöhung Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände weitgehend in Einklang mit der geplanten Umsatzerhöhung, geringfügige Erhöhung der Forderungsreichweite auf 54 Tage (2026)
- Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente aus bewertungssystematischen Gründen auf die betriebsnotwendige Liquidität²¹³ reduziert
- Sonstiges Umlaufvermögen beinhaltet aktive latente Steuern, die für Verlustvorträge gebildet werden und bis 2024 vollständig verbraucht sind
- Eigenkapital um Gewinnthesaurierungen sowie Erhöhungen aus der Ausgabe von Aktienoptionen erhöht, Eigenkapitalquote zum 31. Dezember 2026 auf rd. 60 % erhöht
- Verzinsliche Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2022 um die planmäßige vollständige Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten gemindert, dadurch verzinsliches Fremdkapital durch das EBITDA bereits eines Geschäftsjahres rückführbar
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten wegen des geschäftsbedingten Anstiegs der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zum Ende der Planungsphase auf € 188,2 Mio. (31. Dezember 2026) erhöht, Verbindlichkeitenreichweite auf rd. 59 Tage (2026) geringfügig vermindert

Beim Benchmarking mit den Peers zeigt sich, dass ADVA in den Jahren 2019 und 2020 nur eine vergleichsweise geringe Rendite des eingesetzten Kapitals²¹⁴ erzielen konnte, aber bereits im Jahr 2021 den Median der Peer Group deutlich übertroffen hat. Im Planungszeitraum erhöht sich der ROCE von ADVA bis auf 24,2 % (unangepasst) bzw. 25,7 % (angepasst),²¹⁵ was sowohl aus einem Anstieg der EBIT-Marge als auch der Kapitalumschlagshäufigkeit resultiert. Damit nähert sich der ROCE von ADVA dem oberen Rand der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite (historisch)²¹⁶ an.

cf) Gesamtwürdigung

Die Zusammenfassung des Bewertungsgutachter zum Ergebnis seiner Analyse der vorgelegten Planungsrechnung lässt sich wie folgt verdichten:

- Planung der Umsatzerlöse insgesamt ambitioniert, aber erreichbar
 - Realisierung der geplanten Umsatzerlöse vom erwarteten zeitnahen Abklingen der Halbleiterkrise und einer Normalisierung der Lieferketten abhängig
 - Risiko von länger anhaltenden Problemen
 - Allerdings Umsatzerlöse aufgrund der hohen bestehenden Auftragsbestände teilweise gesichert
- EBIT-Marge von ADVA unter dem Median der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite, aber sich diesem Niveau aufgrund der Fokussierung auf margenstarke Umsatzbeiträge durch Software und Services, der Expansion in Branchen außerhalb der Telekommunikationsbranche und eine Vertikalisierung der Technologien annähernd
- Planungsrechnung insgesamt ambitioniert, aber plausibel

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir eine eigenständige Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung vorgenommen.²¹⁷ Die Ergebnisse unserer Plausibilisierung ergeben sich im Einzelnen aus den

²¹² Auf eine Bezifferung haben wir verzichtet, da sich die Kennziffer anhand der verfügbaren Daten aus unserer Sicht nur näherungsweise ermitteln lässt.

²¹³ Die Gesellschaft hält aktuell eine Liquidität i.H.v. € 50,0 Mio. für notwendig: Das halten wir aufgrund der uns zur Verfügung gestellten Entwicklung der täglichen Liquiditätsbestände über den Zeitraum 1. Januar 2021 bis 31. Juni 2022 für plausibel. Bezogen auf die für das Geschäftsjahr 2022 geplanten Umsatzerlöse entspricht dies einer Quote von 7,0 %. Die über 7,0 % der Umsatzerlöse hinausgehende Liquidität wird für Ausschüttungen verwendet.

²¹⁴ Sog. Return on Capital Employed, „ROCE“; Produkt aus EBIT-Marge und Kapitalumschlagshäufigkeit bzw. Quotient aus EBIT und investiertem Kapital.

²¹⁵ EBIT ohne Aktivierung und Abschreibung der Entwicklungsaufwendungen

²¹⁶ Die Analystenschätzungen beinhalten nicht die Größe investiertes Kapital, so dass Vergleichswerte nur für die Vergangenheit vorliegen.

²¹⁷ Zum Vorgehen vgl. Abschnitt D.IV.

vorstehenden Abschnitten.²¹⁸ Diese zusammenfassend halten wir die von ADVA vorgelegte Planungsrechnung für nachvollziehbar und plausibel. Wir teilen die Auffassung des Bewertungsgutachters, dass die Planungsrechnung einen gewissen Ambitionsgrad aufweist, aber erreichbar ist.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Feststellungen aus der Analyse des Planungsprozesses, der Planungstreue und der vorgelegten Planungsrechnung selbst ist festzuhalten, dass die von ADVA vorgelegte und aus bewertungssystematischen Gründen modifizierte Planungsrechnung geeignet ist, um auf ihrer Grundlage den objektivierten Unternehmenswert der ADVA SE zu ermitteln.

d) Konvergenz- und Fortführungsphase

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich die Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums (2026) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ab 2031) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (2022 bis 2026) durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von vier Jahren (2027 bis 2030) in nachhaltige Größen überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft der ADVA bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.

In einem ersten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse von ADVA auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt.

Das Wachstum der Umsatzerlöse im letzten Planjahr (4,6 %) entspricht nicht den langfristigen Erwartungen. Auch in den wachstumsstarken Bereichen Netzwerk-Synchronisation und Cloud-Access sind die Wachstumsaussichten langfristig durch das Kaufkraftwachstum der Kunden und den sich intensivierenden Wettbewerb begrenzt. Zudem ist in der Planungsrechnung berücksichtigt, dass die globalen Netzwerkkapazitäten derzeit und in den kommenden Jahren ausgebaut werden. Langfristig ist aber eine Sättigung zu erwarten.

Auf der Basis von Überlegungen zur langfristigen Inflationsentwicklung und zu den Möglichkeiten, steigende Einkaufskosten auf dem Markt für innovative Übertragungstechnik für Cloud- und Mobilfunknetze an die Kunden überwälzen zu können, schätzt der Bewertungsgutachter die nachhaltige Rate des Umsatzwachstums auf 1,5 %. In der Konvergenzphase hat er die Wachstumsrate der Umsatzerlöse des letzten Planjahres (4,6 %) durch lineare Abschmelzung über vier Jahre auf das nachhaltig zu erwartende Umsatzwachstum (1,5 %) überführt. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiges Umsatzvolumen i.H.v. € 1.031,1 Mio.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter das nachhaltige Umsatzvolumen unter Ansatz einer nachhaltig erzielbaren EBIT-Marge in ein nachhaltiges operatives Ergebnis überführt. Unter Hinweis auf den plangemäßen Ausbau des margenstarken Geschäfts mit Software und Dienstleistungen, deren

²¹⁸ Abschnitt D.V.4.a) bis Abschnitt D.V.4.c).

Anteil nicht noch weiter zu steigern sei, hat er die im letzten Jahr der Detailplanungsphase prognostizierte EBIT-Marge (10,4 %) als geeigneten Schätzer für eine langfristig zu erzielende Marge angesetzt.

Diese liege zwar am unteren Ende der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite, aber deutlich über den von ADVA in der Vergangenheit erzielten Margen. Im Vergleich zu den Peers sei ADVA in etwas höherem Maß von Großkunden abhängig, was geringere durchschnittliche Verkaufspreise und im Ergebnis eine niedrigere Marge zur Folge haben kann.

Unter Heranziehung der nachhaltigen EBIT-Marge (10,4 %) ergibt sich bei dem geschätzten nachhaltigen Umsatzvolumen (€ 1.031,1 Mio.) ein nachhaltiges EBIT i.H.v. € 107,2 Mio.

Der Bewertungsgutachter hat die einzelnen Bestandteile des operativen Ergebnisses in der Grobplanungs- und Fortführungsphase in einem dritten Schritt wie folgt geschätzt:

- Rohertragsmarge: lineare Erhöhung von 36,0 % (2026) über drei Jahre auf 36,6 % (ab 2029), da weitere Kosteneinsparungen durch den Anstieg der Beschaffungsvolumina zu erwarten sind
- Kostenquote der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten: lineare Erhöhung von 14,0 % (2026) über drei Jahre auf 14,6 % (ab 2029), Resultante, mit der die Veränderung der Quoten der einzelnen Bestandteile des EBIT mit der konstanten EBIT-Marge synchronisiert wird
- Kostenquote der Forschungs- und Entwicklungskosten: konstante Fortführung der im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2026) prognostizierten Quote (12,0 %)
- Quote der sonstigen betriebliche Erträge: konstante Fortführung der im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2026) prognostizierten Quote (0,4 %)
- Abschreibungsquote: lineare Abschmelzung von 9,7 % (2026) über drei Jahre auf 9,0% (ab 2029), da diese noch über den CAPEX des letzten Planjahres liegen (unter Berücksichtigung der nachhaltigen CAPEX-Quote von 9,4 % ergibt sich ein nachhaltiges Wachstum des Anlagevermögens von 1,5 %)
- EBITDA-Marge: lineare Abschmelzung von 20,0 % (2026) über drei Jahre auf 19,4% (ab 2029), Resultante der konstanten EBIT-Marge (10,4 %) und der auf 9,0 % abgeschmolzenen Abschreibungsquote

Die übrigen Positionen der GuV führt der Bewertungsgutachter wie folgt fort:

- Finanzergebnis: Fortentwicklung mit den jeweiligen Zinssätzen des letzten Jahres der Detailplanungsphase (2026)
- Unternehmenssteuern: Fortentwicklung mit der effektiven Steuerquote des letzten Jahres der Detailplanungsphase (2026), angesichts der begrenzten Dauer der weiteren Nutzung von Verlustvorträgen der amerikanischen Tochtergesellschaft wäre eine Erhöhung der effektiven Steuerquote denkbar gewesen, worauf der Bewertungsgutachter aus Wesentlichkeitsgründen verzichtet hat

Der Bewertungsgutachter führt die Bilanz wie folgt fort:

- CAPEX-Quote: konstante Fortführung der im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2026) prognostizierten Quote (9,4 %), so dass sich unter Ansatz der linear abgeschmolzenen Abschreibungsquote ein nachhaltiges Wachstum des Anlagevermögens von 1,5 % ergibt
- Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen: Fortschreibung mit den Reichweitenkennziffern des letzten Planjahres (2026)
- Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente: Fortschreibung der betriebsnotwendigen Liquidität mit 7,0 % der Umsatzerlöse
- Übrige Positionen des Working Capital: Fortschreibung in Abhängigkeit vom Umsatzwachstum
- Eigenkapital: Erhöhung um Thesaurierungen
- Verzinsliche Verbindlichkeiten: Fortentwicklung mit der Wachstumsrate (1,5 %) ab 2029

Auf Grundlage der von dem Bewertungsgutachter durchgeführten Überleitung von GuV und Bilanz ergibt sich auf Grundlage des nachhaltigen EBIT und des nachhaltigen investierten Kapitals ein nachhaltiges ROCE von 25,2 %, welches geringfügig unter dem für das letzte Planjahr (2026) ermittelten ROCE (25,7 %) liegt.

Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Überleitung der GuV und Bilanz des letzten Planjahres (2026) über eine Konvergenzphase (2027 bis 2030) auf das nachhaltige Niveau (2031) für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Wir weisen zudem darauf hin, dass bei der Fortführung des Ergebnisniveaus des Planjahres 2026 durch Ansatz der EBIT-Marge i.H.v. 10,4 % implizit unterstellt wird, dass künftig keine Ergebniseinbrüche durch krisenhafte Entwicklungen auftreten werden bzw. dass solche Entwicklungen durch bessere Ergebnisse in anderen Jahren der Grobplanungs- und Fortführungsphase ausgeglichen werden müssen, damit im Durchschnitt eine EBIT-Marge i.H.v. 10,4 % erzielbar ist.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Fortschreibung der Planungsrechnung in der Konvergenz- und Fortführungsphase in plausibler und nachvollziehbarer Weise abgeleitet.

e) Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Die Gesellschaft hat keine Ausschüttungsplanung vorgenommen. In der betrachteten Vergangenheit hat sie keine Ausschüttungen vorgenommen. Plangemäß bauen sich deshalb angesichts der mit den positiven Ergebnissen verbundenen Cashflows erhebliche Bestände an liquiden Mitteln auf, da eine Verwendung zur weiteren Tilgung von Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten nach deren vollständiger Rückführung im Jahr 2023 nicht möglich ist und auch ansonsten keine Verwendung geplant ist. Ein Teil dieser Liquidität ist als nicht betriebsnotwendig anzusehen. Der Bewertungsgutachter hat in seinem Modell unterstellt, dass die nicht betriebsnotwendige Liquidität ausgeschüttet wird.

Darüber hinaus hat er unterstellt, dass insgesamt 40 % der Ergebnisse ausgeschüttet werden. Er weist in diesem Zusammenhang auf das beobachtete Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen hin.

Um Äquivalenz zwischen Zähler und Nenner der Bewertungsgleichung herzustellen, wird in der Literatur empfohlen, für die Bestimmung des nachhaltigen Ausschüttungsverhaltens des Bewertungsobjekts dieselbe Peer Group, die zur Ableitung des Betafaktors herangezogen wurde, zu verwenden.

Nach unseren Feststellungen war das Ausschüttungsverhalten der Peers sehr unterschiedlich. Eine Vielzahl der Vergleichsunternehmen schüttet gar nicht aus. Einige Unternehmen haben in einzelnen Jahren deutlich mehr als die erzielten Ergebnisse ausgeschüttet. Legt man die Durchschnittszahlen der letzten drei Jahre zugrunde ergibt sich rechnerisch eine deutlich höhere Ausschüttungsquote als 40 %. Betrachtet man einen längeren Zeitraum, ergibt sich rechnerisch eine geringere Ausschüttungsquote als 40 %.

Da das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen sehr uneinheitlich war, haben wir zur Plausibilisierung der angesetzten Ausschüttungsquote ergänzend Berechnungen durchschnittlicher Marktausschüttungsquoten für deutsche börsennotierte Unternehmen herangezogen. Die Studien bestätigen durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %. Die angesetzte Ausschüttungsquote von 40 % liegt am unteren Ende dieser Bandbreite und ist im Hinblick auf das Prüfungsziel einer Angemessenheit der Barabfindung nicht zu beanstanden.

Der Bewertungsgutachter hat die – nach den zur Finanzierung notwendigen Thesaurierungen – verbleibenden Ausschüttungen entsprechend der vorgenannten Ausschüttungsquote in tatsächliche Ausschüttungen und ggf. verbleibende fiktive Ausschüttungen aufgeteilt.

Die Ergebnisbestandteile, die zur Refinanzierung des Netto-Umlaufvermögens und für Investitionen sowie zur Tilgung von Fremdkapital verwandt werden, stehen den Anteilseignern deshalb nicht zur Verfügung.

Werterhöhend werden dagegen die über der operativen Mindestkasse liegenden freien Ergebnisbestandteile den Anteilseignern als fiktive Reinvestitionen zugerechnet. Dies erfolgt bewertungstechnisch über weitere Thesaurierungen, die den Anteilseignern werterhöhend fiktiv hinzugerechnet werden.

I.R.d. Abzugs der persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden grundsätzlich um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Sofern Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto vorgenommen werden, können diese allerdings als Einlagenrückgewähr steuerfrei vereinnahmt werden.

Die Gesellschaft verfügt über ein steuerliches Einlagekonto, welches sich zum 31. Dezember 2021 auf € 303,4 Mio. beläuft. Nach den von uns ohne Beanstandungen nachvollzogenen Berechnungen ist eine Verwendung von Teilen des steuerlichen Einlagekontos nur für die Ausschüttungen der in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 prognostizierten Gewinne möglich, da in den übrigen Jahren ein sog. ausschüttbarer Gewinn i.S.d. § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der (vollen) Abgeltungssteuer unterliegen werden.

Die Rückgewähr steuerlicher Einlagen in den Jahren 2022 und 2023 führt zu keiner unmittelbaren Belastung mit Abgeltungssteuer in den Jahren 2022 bzw. 2023. Allerdings mindert diese die steuerlichen Anschaffungskosten, so dass bei einer Veräußerung der Anteile ein höherer Gewinn entsteht, der dann der

Abgeltungssteuer zu unterwerfen ist. Somit ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto lediglich ein Steuerstundungseffekt und keine Steuerersparnis.²¹⁹

Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %). Für die Rückgewähr steuerlicher Einlagen hat er aus dem o.g. Grund analog ebenfalls als effektive Steuerbelastung den hälftigen Nominalsteuersatz angesetzt.

Ein effektiver Steuersatz in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes entspricht sehr langen Haltedauern.²²⁰ Das ist aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht zu beanstanden.

Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträgen hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksichtigt, dass das ab dem letzten Jahr der Konvergenzphase (2030) sowie in der ewigen Rente angesetzte Wachstum der Unternehmensergebnisse – bei im eingeschwungenen Zustand stabilen Bilanzrelationen – mit einem entsprechenden Wachstum der Bilanz einhergeht.

Zur Finanzierung des nachhaltigen operativen Wachstums hat er daher in zutreffender Weise eine zusätzliche Thesaurierung angesetzt und zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote eine Aufnahme zusätzlicher Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Der Teilbetrag der Thesaurierung aus dem sich so ergebenden Saldo (€ 5,9 Mio.) ist nicht in den Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung einzubeziehen. Diese Vorgehensweise wurde auch von Gerichten bestätigt.

Wir halten das von PVT bei der Bewertung von ADVA gewählte Vorgehen im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen zusammenfassend für sachgerecht und angemessen.

Prüfungsergebnis

Die Netto-Einnahmen für die Aktionäre von ADVA sind sachgerecht aus der integrierten Planung unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

²¹⁹ Vgl. Bertram, WPg 2017, S. 150 ff.

²²⁰ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 731 ff.

5. Kapitalisierungszinssatz

a) Basiszinssatz

Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer laufzeitäquivalenten risikolosen Alternativenanlage zu vergleichen ist. Soweit ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Laufzeit bewertet wird, müsste als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag gültige Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage herangezogen werden.

Anlagen ohne Risiko existieren nicht. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand mit erstklassigem Rating wegen der fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativenanlage inländischer Investoren abgestellt wird.²²¹

Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch i.d.R. sog. Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unternehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sog. Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.²²²

Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen ebenso wenig vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahren hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.²²³

Vor diesem Hintergrund empfiehlt IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.²²⁴ Diese Empfehlung hat der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven konkretisiert.²²⁵

Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weise abgeleitet oder geschätzt werden. Nach den Empfehlungen des FAUB soll aus Objektivierungsgründen einheitlich auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank oder auf die methodisch vergleichbaren Daten der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main,²²⁶ zurückgegriffen werden.

Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sog. Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zinssätze von

²²¹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 375.

²²² Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

²²³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

²²⁴ IDW S 1, Rz. 117.

²²⁵ IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

²²⁶ „EZB“.

Null-Kupon-Anleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen kann nach Ansicht des FAUB – vor dem Hintergrund der in die von der Deutschen Bundesbank entwickelten Exponentialfunktion einbezogenen Restlaufzeiten sowie aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten – im Regelfall der ermittelte Zinssatz von Null-Kupon-Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.

Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve sind die zu diskontierenden Erträge grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen wird üblicherweise aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz für den gesamten Zeitraum berechnet. Dabei wird in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und der angesetzten Wachstumsrate für die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz aus der Zinsstrukturkurve berechnet.

Die Ableitung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes wurde bislang auf der Grundlage einer Zahlungsreihe berechnet, in der die konkreten Zuflüsse an die Anteilseigner im jeweiligen Bewertungsfall berücksichtigt worden sind, oder vereinfachend auf der Grundlage einer uniform wachsenden Zahlungsreihe berechnet. In der aktuellen Kapitalmarktsituation kann diese Vorgehensweise zu Inkonsistenzen führen.

Vor diesem Hintergrund hat der FAUB auf seiner Sitzung vom 10. Februar 2022 beschlossen, die in seiner Verlautbarung „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gegebenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes zu überarbeiten. In der aktuellen Fassung dieser Verlautbarung wird darauf hingewiesen, dass sich aus einer uniformen Reihe sicherer Zahlungsströme finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz ableiten lässt. Dementsprechend hat er auch das in der Anlage zu dieser Verlautbarung enthaltene Beispiel angepasst und nunmehr eine uniforme Zahlungsreihe verwendet.²²⁷

Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht allein die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.²²⁸ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertel-Prozentpunkte üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.²²⁹ Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds empfiehlt der FAUB seit 2016, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden.²³⁰

Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM

²²⁷ Vgl. IDW Life 2022, S. 321 ff.

²²⁸ Zustimmung zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

²²⁹ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

²³⁰ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.²³¹

Vor dem Hintergrund der seinerzeit fortgesetzten expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank („quantitative easing“), die einen europäischen Sonderweg darstelle und für die seinerzeit auch noch kein Ende absehbar gewesen sei, hatte der FAUB in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 diskutiert, inwieweit es sinnvoll ist, unverändert an der grundsätzlichen Vorgehensweise festzuhalten, den risikolosen Basiszinssatz anhand einer aus den Null-Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen abgeleiteten Zinsstrukturkurve abzuleiten. Insbesondere sei die vorstehend dargelegte Fragestellung einer Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30 diskutiert worden. Letztlich hat der FAUB entschieden, zunächst an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.²³²

In der Rechtsprechung wird die Bestimmung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.²³³

In der Literatur werden die Vorschläge des FAUB, zur Komplexitätsreduktion bzw. zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf Durchschnittsgrößen abzustellen und das Ergebnis zu runden, vereinzelt kritisiert.

Hinsichtlich der Rundung des Basiszinssatzes ist darauf hinzuweisen, dass ein mit mehreren Nachkommastellen angesetzter Basiszinssatz angesichts der Unsicherheiten, die mit der Prognose zukünftiger Ergebnisse verbunden sind, und der üblicherweise ebenfalls gerundeten Marktrisikoprämie eine Genauigkeit vortäuscht, die bei Unternehmensbewertungen nicht erzielbar ist.

In Bezug auf die Schätzung der Anschlussverzinsung für den über 30 Jahre hinausgehenden Zeitraum ist darauf hinzuweisen, dass in der Bewertungspraxis vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds vermehrt auch über Ansätze diskutiert wird, eine sog. Ultimate Forward Rate zu schätzen und den weiteren Verlauf der Zinsstrukturkurve durch Extrapolation der letzten aus aktuellen Marktdaten gewonnenen Spot Rate auf die Ultimate Forward Rate vorzunehmen.²³⁴

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen – auf Viertel Prozentpunkte abgerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 1,50 % ermittelt und angesetzt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vom 7. Juli bis 6. Oktober 2022. Auch aus heutiger Sicht²³⁵ ergibt sich aus den Zinsstrukturdaten abgeleiteter gerundeter Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 1,50 %.

²³¹ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

²³² Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkosten-empfehlungen-des-faub/120158>, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

²³³ Vgl. z.B. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

²³⁴ Die European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt am Main, hat die Ultimate Forward Rate zuletzt mit 3,60 % kalkuliert und die für 2022 anwendbare Ultimate Forward Rate mit 3,45 % bestimmt.

²³⁵ Erhebung der Zinsstrukturkurve für einen Zeitraum, der am 20. Oktober 2022 endet.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren können. Würde man für die Anschlussverzinsung einen höheren Zinssatz ansetzen als für den des letzten Jahres, für das aktuelle Marktdaten verfügbar sind, und folgte insoweit nicht der Empfehlung des FAUB, würde sich der Basiszinssatz erhöhen. Dies hätte im Vergleich zu der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters c.p. eine Verminderung des Ertragswerts zur Folge.

Der angesetzte Basiszinssatz vor Steuern (1,50 %) lässt sich durch Ansatz der Abgeltungssteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern i.H.v. 1,10 % umrechnen.

Prüfungsergebnis

Wir halten den angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 1,10 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

b) Risikozuschlag

ba) Erfassung des Risikos

Aus Sicht des Investors birgt die Anlage in ein Unternehmen höhere Risiken als der Erwerb von Gläubigerpapieren der öffentlichen Hand. Zur Herstellung der Risikoäquivalenz zwischen den Entscheidungsalternativen kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich als Abschlag vom Betrag der finanziellen Überschüsse oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung eingehen.

Die national wie international gängige Risikozuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann. Unabhängig davon, welche Form und Ausprägung eine Risikonutzenfunktion theoretisch annimmt, kann mit der Risikozuschlagsmethode eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung der Risikoprämien abgebildet werden. Die Risikozuschlagsmethode entspricht dem IDW S 1 und der in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweise.

Bei der Bemessung des Risikozuschlags ist grundsätzlich auf die Risikopräferenz des Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Aktionären ist es allerdings nicht möglich, deren individuelle Risikoneigung zu erheben. Daher ist es i.R.d. Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, für die Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle zurückzugreifen und den Risikozuschlag unmittelbar vom Kapitalmarkt abzuleiten. Durch diese Annahme wird es möglich, die Risikoeinschätzung einer Vielzahl von Aktionären, die sich über Angebot und Nachfrage im Börsenkurs niederschlägt, im Bewertungsmodell abzubilden.

Da sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner spezifischen Risikostruktur von den übrigen Unternehmen, für die Renditen am Markt beobachtet und Risikoprämien aus ihnen abgeleitet werden können, unterscheidet, müssen entsprechende Anpassungen am Risikozuschlag vorgenommen werden. Dabei soll der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abdecken.

Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung anhand kapitalmarkttheoretischer Modelle wird im IDW S 1 explizit auf das CAPM bzw. das Tax-CAPM, welches das Standard-CAPM um die Wirkung persönlicher Ertragsteuern ergänzt, verwiesen.

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen²³⁶ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Markttrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

Die Anwendung des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags bei Unternehmensbewertungen ist in Literatur und Rechtsprechung nicht unumstritten. In der Rechtsprechung wird die Anwendung des CAPM vereinzelt unter Hinweis auf die zahlreichen grundsätzlichen Bedenken gegen das Modell abgelehnt. Begründet wird dies u.a. damit, dass der Kapitalmarkt aufgrund seiner Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens biete.

Trotz aller Kritik stellt das CAPM weiterhin das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlags dar.²³⁷ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.²³⁸

Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.²³⁹ Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.²⁴⁰

Prüfungsergebnis

Aus den o.g. Gründen halten wir es auch im konkreten Bewertungsfall für sachgerecht, den Risikozuschlag unter Heranziehung des CAPM bzw. Tax-CAPM zu ermitteln.

²³⁶ I.d.R. in einem Börsen-Index zusammengefasst.

²³⁷ Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, S. 889 ff.

²³⁸ Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], Fundstelle: https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am: 6. Oktober 2022; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, Az. I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rn. 58.

²³⁹ Vgl. OLG Frankfurt Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, <https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190015625>, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

²⁴⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, Aktenzeichen I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

bb) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung²⁴¹ konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt.²⁴²

In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen²⁴³ geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – ebenfalls kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Strittig sind vor allem folgende methodische Fragen:

- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindex, insbesondere die Frage, ob dieser nationale oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
- Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen
- Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfang- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
- Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
- Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen
- Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamtrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse

Nach unserer Auffassung ist nicht zu erwarten, dass diese Fragen in der Wirtschaftswissenschaft oder der Bewertungspraxis in absehbarer Zeit derart überzeugend geklärt werden, dass sämtliche Kontroversen beseitigt sind.

Vor diesem Hintergrund und zwecks Vereinheitlichung der Bewertungspraxis gibt der FAUB seit Dezember 2004 Empfehlungen zur Höhe der bei Unternehmensbewertungen anzusetzenden Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie werden – wie auch die des IDW insgesamt – von Wirtschaftsprüfern in der Bewertungspraxis und von den durch sie geprüften Unternehmen in der Rechnungslegung regelmäßig beachtet. Da die Interessenlage von Mehrheitsaktionären bei Fragen der Rechnungslegung tendenziell eine andere ist als bei Fragen der Kompensation von ausscheidenden Minderheitsaktionären, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen,

²⁴¹ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

²⁴² Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

²⁴³ Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.

dass die Empfehlungen des FAUB die unterschiedlichen Zwecksetzungen bereits berücksichtigt haben und grundsätzlich ausgewogen sind.

Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.²⁴⁴

Die im Zeitablauf²⁴⁵ vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Marktrisikoprämie Empfehlungen des FAUB	Datum der Empfehlung	Vor persönlichen Steuern			Nach persönlichen Steuern		
		Bandbreite		Mittelwert	Bandbreite		Mittelwert
Halbeinkünfteverfahren	10.12.2004	4,00%	5,00%	4,50%	5,00%	6,00%	5,50%
Abgeltungssteuer	29.11.2007	4,50%	5,50%	5,00%	4,00%	5,00%	4,50%
Niedrigzinsumfeld	19.09.2012	5,50%	7,00%	6,25%	5,00%	6,00%	5,50%
Nullzinsumfeld	22.10.2019	6,00%	8,00%	7,00%	5,00%	6,50%	5,75%

Quelle: Eigene Darstellung

Die Empfehlung des FAUB vom 10. Dezember 2004²⁴⁶ stützte sich v.a. auf die Beobachtung historischer Marktdaten, beinhaltete allerdings auch bereits die Adjustierung um einen Abschlag, der langfristig erwarteten Marktveränderungen Rechnung tragen sollte.

Mit der Empfehlung vom 29. November 2007²⁴⁷ hat der FAUB die Auswirkungen der mit der Einführung der Abgeltungssteuer einhergehenden erheblichen Veränderung der Besteuerung von Kapitaleinkünften in Deutschland auf die inländische Marktrisikoprämie modellhaft geschätzt. Da vor Einführung der Änderungen keine einschlägigen historischen Kapitalmarktdaten verfügbar sein konnten, hat er sich partiell weiter davon entfernt, zur Messung der Marktrisikoprämie allein auf historische Kapitalmarktdaten zurückzugreifen.

In seiner Empfehlung vom 19. September 2012²⁴⁸ stellte der FAUB fest, dass die seinerzeitige Kapitalmarktsituation aufgrund einer im historischen Vergleich außerordentlich niedrigen Verzinsung langlaufender deutscher Staatsanleihen und im kurzen Laufzeitbereich sogar negativer Renditen nicht der Konstellation entsprach, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Gleichzeitig wären die langfristigen Trendentwicklungen, welche bis zu diesem Zeitpunkt bei der Prognose der Marktrisikoprämie angenommen worden waren, von anderen Einflussgrößen überlagert worden. Bei der Prognose der Marktrisikoprämie wären durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter, insbesondere eine veränderte Risikotoleranz, zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den Jahren zuvor eine höhere Marktrisikoprämie rechtfertigen lasse.

Nach Ansicht des FAUB legten Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex-ante-Analysen zu sog. implizit ermittelten Marktrisikoprämien eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen

²⁴⁴ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. April 2017, Az. I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

²⁴⁵ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

²⁴⁶ Vgl. IDW-FN 2005, S. 71.

²⁴⁷ Vgl. IDW-FN 2007, S. 443 ff.

²⁴⁸ Vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, IDW-FN 2012 S. 568.

bzw. der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahe. Dies werde auch bestätigt, wenn man die ausgehend von der Betrachtung historischer Daten vorgenommenen Prognosen um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen ergänze.²⁴⁹

Der FAUB hat am 19. September 2012 zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlung entsprechend zu aktualisieren. Er überprüft seither auf jeder Sitzung, ob sich die Situation an den Kapitalmärkten, die zu einer Erhöhung der Bandbreite seiner Empfehlung geführt hatte, zwischenzeitlich geändert hat.

Angesichts der von ihm als „einmalig“ bezeichneten Situation, dass die wie vorstehend beschrieben²⁵⁰ ermittelte Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt der letzten veröffentlichten Erörterung der Kapitalkostenempfehlungen (22. Oktober 2019) über nahezu die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verlief und der sich daraus ergebende einheitliche Basiszinssatz erstmals faktisch null Prozent betrug und drohte, in absehbarer Zeit negativ zu werden, hat der FAUB im Jahr 2019 eine erneute Anpassung der Empfehlung zur Höhe der Marktrisikoprämie gegeben.²⁵¹ Der FAUB hat seine Empfehlung bis heute nicht angepasst. Die Empfehlung vom 22. Oktober 2019 gilt somit auch noch zum Zeitpunkt der Beendigung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten.

Unter Verwendung der zuvor (bis zum 22. Oktober 2019) empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (5,5 % bis 7,0 %) hätte die unverändert als sachgerecht angesehene Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes mit einem Ergebnis von rd. null Prozent zur Folge, dass eine Gesamttenditeerwartung für den Markt von 5,5 % bis 7,0 % Eingang in die Bewertungskalküle finden würde. Der FAUB hat anhand der bei seinem pluralistischen Ansatz herangezogenen Parameter²⁵² überprüft, ob dieses Ergebnis bei Einbeziehung der zum 22. Oktober 2019 aktuellen Beobachtungen vertretbar war.

Im Ergebnis hatte er festgestellt, dass die Analysen zwar auf einen leichten Rückgang der Gesamttendite – insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 – hinwiesen. Dieser stünde jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Gesamttendite liege bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7 % bis 9 %, was auch durch Untersuchungen der Deutschen Bundesbank gestützt werde.

Auf dieser Grundlage hatte er seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 % angehoben. Er habe sich damit tendenziell am unteren Rand beobachtbarer Gesamttenditen orientiert und damit der Möglichkeit Rechnung getragen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten. Aus einer Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern ergab sich eine entsprechende leichte Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0 % bis 6,5 %.

²⁴⁹ Die der Empfehlung des FAUB zugrundeliegenden Analysen und weiteren Überlegungen sind in folgenden Fachbeiträgen, die der Empfehlung unmittelbar vorausgegangen oder ihr nachgefolgt sind, näher dargelegt: Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 5/2012, S. 70 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, S. 948 ff.; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S. 468 ff.

²⁵⁰ Vgl. Abschnitt D.V.5.a).

²⁵¹ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

²⁵² Historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen und unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten.

In der Folge der zuvor gegebenen Empfehlung (19. September 2012) war mehrfach kritisiert worden, dass diese nicht ausreichend begründet sei. Insbesondere wurde kritisiert, dass der FAUB für die Ableitung der Marktrisikoprämie keine konkrete Quelle benannt bzw. kein eindeutiges, rechnerisch nachvollziehbares Verfahren für seine Empfehlung vorgelegt hatte.²⁵³

In einer daraufhin erfolgten Veröffentlichung²⁵⁴ begegneten die Autoren, u.a. der seinerzeitige und der jetzige Vorsitzende des FAUB, dieser Kritik, indem sie die der Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Analysen und Berechnungen – wie nachfolgend dargestellt – offenlegen und erläutern.

Den weiteren Ausführungen im Beitrag von Castedello et al. vorangestellt ist eine ausführliche Begründung dafür, warum die bei Ableitung der Empfehlung beobachtete Kapitalmarktsituation als besonders im Hinblick auf die Einschätzung der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes für Zwecke einer Unternehmensbewertung zu bezeichnen war und warum dies auch weiterhin galt.

Bei einem aus den jeweils aktuellen Marktverhältnissen zukunftsgerichtet abgeleiteten risikolosen Basiszinssatz würde die im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrige Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere²⁵⁵ bei einer unveränderten Übernahme der früheren und vorrangig auf einer langfristigen historischen Betrachtung²⁵⁶ beruhenden quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie rechnerisch zu Gesamttenditeerwartungen führen, die nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passen.

Die Gesamttendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, aus dem sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamttendite ableiten ließe. Für die deshalb erforderliche indirekte Schätzung stehen mehrere konzeptionelle Ansätze zur Verfügung. Da jeder dieser Ansätze Stärken und Schwächen hat und keiner den anderen überlegen ist, folgt der FAUB einem pluralistischen Ansatz, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Dementsprechend kann aber auch keine einzig gültige Quelle oder alleingültiger Algorithmus vorgelegt werden.

Nach der Auffassung des FAUB zeigten die Ergebnisse aus drei unterschiedlichen methodischen Überlegungen an, dass die Gesamttendite nicht in dem Ausmaß gesunken ist, wie sie der Rückgang des Basiszinssatzes bei einem Ansatz der Marktrisikoprämie in unveränderter Höhe indizieren würde. Die Gesamtschau der Betrachtungen habe vielmehr dafür gesprochen, dass derzeit von einer – verglichen mit früheren Durchschnittsbetrachtungen – höheren Marktrisikoprämie auszugehen ist.

Die Autoren des genannten Beitrags bezeichnen die Ergebnisse der folgenden drei methodischen Überlegungen als Indikatoren für eine erhöhte Marktrisikoprämie:

- Ex-post-Analysen historischer Realrenditen sowie ex-post aus durchschnittlichen realen Aktienrenditen ermittelte Marktrisikoprämien
- Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten

²⁵³ Vgl. z.B. Rowoldt/Pillen, CF 2015, S. 115 ff.

²⁵⁴ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

²⁵⁵ Erklärbar durch die Kombination aus einer Staatsschuldenkrise, einer entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise.

²⁵⁶ In der die aktuelle Kapitalmarktsituation stark unterrepräsentiert ist.

- CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme

Die ex-post-Analysen historischer Realrenditen zeigten an, dass der sog. historische Ansatz, nach dem die Markttrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist, die Entwicklung der Markttrenditen ab 2012 nicht mehr erklären konnte. Dies spricht dafür, dass der sog. Total-Market-Return-Ansatz, nach dem die Gesamttrendite langfristig konstant ist bzw. sich kurz- bis mittelfristig innerhalb eines Korridors bewegt, zumindest für die besondere seinerzeitige Kapitalmarktsituation einen überlegenen Erklärungsansatz liefern könnte. Auch bei einer Regression der realen Markttrendite über Anlagezeiträume von 30 Jahren fanden sich keine Hinweise auf eine im Zeitverlauf langfristig gesunkene Realrendite. Demzufolge war im Umkehrschluss davon auszugehen, dass die Markttrisikoprämie bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen gestiegen war. Aus realen Aktienrenditen über einen längeren Anlagezeitraum ließ sich mit dem Total-Market-Return-Ansatz retrograd seinerzeit eine erwartete Markttrisikoprämie von gut 7 % (geometrisches Mittel) bzw. rd. 10 % (arithmetisches Mittel) ableiten.

Die ex-ante-Analyse weise gegenüber der ex-post-Analyse den Vorteil auf, dass sie – ebenso wie der Basiszinssatz – auf aktuellen Kapitalmarktdaten basiert. Zudem sei die Vorgehensweise, über diesen Erklärungsansatz die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Nenner der Bewertungsgleichung zu bestimmen, in hohem Maße kompatibel zu der Bestimmung und Plausibilisierung des Zählers der Bewertungsgleichung. Demzufolge empfehle das Pendant des FAUB in Österreich seit Oktober 2017²⁵⁷ zur Bestimmung der Markttrisikoprämie, ausschließlich die Methode der impliziten Kapitalkostenmessung anzuwenden. Unabhängig von den im Einzelnen gewählten Ansätzen zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten kämen die seinerzeit vorliegenden Studien insgesamt zu dem Ergebnis, dass die impliziten Markttrisikoprämien seit 2010 nachhaltig gestiegen waren.

Eine Modifikation des CAPM, bei dem die unrealistische Annahme, dass sich Marktteilnehmer zum risikofreien Zinssatz verschulden können, aufgegeben wird, indizierte ebenfalls, dass die geforderte Aktienrendite aufgrund der gestiegenen Risikoaversion, die sich in der Differenz zwischen risikofreiem und Interbankenzins zeigt, seinerzeit zwischen 0,5 % und 1,0 % über der Aktienrendite gelegen habe, die sich bei traditioneller Ableitung aus Staatsanleiherendite zuzüglich durchschnittlicher historischer Markttrisikoprämie ergibt.

Die Umrechnung der vorstehend im Einzelnen begründeten und aus Beobachtungen gewonnenen Markttrisikoprämie vor persönlichen Steuern (Empfehlung einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 %) in eine Markttrisikoprämie nach persönlichen Steuern hängt aufgrund von Steuerstundungseffekten aus Kursgewinnen von den Annahmen zur Haltedauer, zur Ausschüttungsquote des Markts, zur Besteuerung von Kursgewinnen im Detailplanungszeitraum und dem Verhältnis von Markttrendite und Basiszinssatz ab.

Im aktuell geltenden Abgeltungssteuersystem in Deutschland lässt sich aus der Bandbreite der Empfehlung des FAUB für die Markttrisikoprämie vor persönlichen Steuern eine um 0,5 bis 1,5 Prozentpunkte geringere Markttrisikoprämie nach persönlichen Steuern ableiten.

Im Idealfall entspricht eine auf Viertel-Prozentpunkte gerundete Markttrisikoprämie vor persönlichen Steuern einer ebenfalls auf Viertel-Prozentpunkte gerundeten geringeren Markttrisikoprämie nach per-

²⁵⁷ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPG 2018, S. 820; KFS/BW 1 E7, Rz. 4.

sönlichen Steuern. Erforderliche Rundungen bei der Umrechnung der im jeweiligen Fall nicht vom Bewertungsgutachter vorgegebenen Größe²⁵⁸ sind hinzunehmen, sofern die Überführung der einen in die andere Größe zu plausiblen Ergebnissen führt.

Der Mittelwert der vorstehend im Einzelnen anhand eines aktuellen Fachbeitrags gewürdigten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,5 %) wird auch von der Rechtsprechung überwiegend bestätigt.²⁵⁹ Zu Bewertungsfällen, bei denen die Bewertungsgutachten nach der jüngsten Anpassung der Empfehlung des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie (22. Oktober 2019, Mittelwert 5,75 %) fertiggestellt worden sind, liegen inzwischen auch erste Beschlüsse vor, die den Ansatz des Mittelwerts als angemessen ansehen.²⁶⁰

Der Bewertungsgutachter hält auf der Grundlage seiner in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Analysen den Ansatz einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. mindestens 8,0 % und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 % und damit den jeweiligen oberen Rand der derzeit vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor bzw. nach persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite für sachgerecht.

Unter Verweis auf die Rechtsprechung hat er im Rahmen seiner Bandbreitenbetrachtung im vorliegenden Bewertungsfall zusätzlich Wertermittlungen angestellt, bei denen der Mittelwert der derzeit vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (7,0 %) und nach persönlichen Steuern (5,75 %) empfohlenen Bandbreite berücksichtigt ist.

Wir haben die dargestellten Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt.

In der obergerichtlichen Rechtsprechung ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5 % als Mittelwert der von September 2012 bis Oktober 2019 seitens des FAUB empfohlenen Bandbreite vom OLG München – abweichend von der überwiegenden Rechtsprechung der anderen Obergerichte – lange nicht akzeptiert worden.

In jüngeren Beschlüssen²⁶¹ hat das OLG München eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5 % für einen Bewertungsstichtag im Jahr 2015 bzw. 2016 akzeptiert. Ausschlaggebend für eine Abkehr von seiner zuvor gefestigten Rechtsprechung war die Tatsache, dass der Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag in den unterschiedenen Fällen auf 1,00 bzw. 1,25 % (vor persönlichen Steuern) gesunken war. In seinen ausführlichen Begründungen greift der erkennende Senat ausführlich die vorstehend

²⁵⁸ Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oder Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

²⁵⁹ Vgl. z.B. für die obergerichtliche Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, DB 2017, S. 713, und vom 29. Januar 2016, Az. 21 W 70/15, BeckRS 2016, 4317, Rz. 65; OLG Hamburg, Beschluss vom 30. Juni 2016, Az. 13 W 75/14, und vom 18. September 2015, 13 w 44/14 (beide nicht veröffentlicht).

²⁶⁰ Vgl. z.B. LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 25. November 2021, Az. 3-05 O 13/20, <https://www.rv.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE220002252>, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

²⁶¹ Vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 9. April 2021, 31 Wx 2/19, BeckRS 2021, 9687.

dargestellte Argumentation des FAUB auf und führt auch den zuvor im Einzelnen wiedergegebenen Artikel, der die Empfehlung des FAUB erläutert,²⁶² an.

In einem Fachbeitrag zum Thema Total-Market-Return-Ansatz kommen die Autoren zu der Schlussfolgerung, dass die von Ihnen erhobenen Daten zu impliziten Markttrenditen für den Zeitraum 1. Januar 2008 bis 31. Dezember 2018 die These einer konstanten Markttrendite nicht stützten, sondern eher auf eine stabile Marktrisikoprämie geschlossen werden könne.²⁶³ Schließlich sei mit dem stufenweisen Rückgang des Basiszinssatzes auch ein Rückgang der impliziten Markttrenditen in Deutschland zu beobachten.

Dieses Ergebnis deckt sich allerdings insoweit mit den Schlussfolgerungen des FAUB, als dieser im Ergebnis seiner Analysen seinerzeit einen leichten Rückgang der Gesamttrendite festgestellt hatte. Zudem zeigen die von den Autoren dieses Beitrags abgeleiteten Regressionsgeraden nach unserer Auffassung auch deutlich auf, dass dieser Rückgang der Gesamttrenditeerwartung geringer ist als der Rückgang der im historischen Vergleich ungewöhnlich und seinerzeit einmalig geringen Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere, die mit einer Kombination aus Staatsschuldenkrise, der entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise erklärbar war.

Das OLG München hielt es im Übrigen in seiner vor dem 12. Mai 2020 ergangenen Rechtsprechung²⁶⁴ für erforderlich, dass der Total-Market-Return-Ansatz empirisch belegt wird. Für eine Ableitung aus historischen Beobachtungen hat Wollny diesbezüglich den Versuch unternommen, aus einer Fortschreibung der Daten von Stehle (für den Erhebungszeitraum 1955 bis 2003), die der erstmaligen Empfehlung des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie zugrunde gelegen haben, Schlussfolgerungen zur weiteren Entwicklung der Marktrisikoprämie zu ziehen. Als Ergebnis seiner Erhebungen erhöht sich die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern durch eine Verlängerung des Beobachtungszeitraums bis zum Jahr 2013 nur um 0,30 % auf 6,03 %. Auf dieser Grundlage ergebe sich nach seiner Auffassung keine Notwendigkeit einer Anhebung, weshalb er in der Praxis an der bisherigen Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) von 4,5 % festhalte.²⁶⁵

Gegen die Vorgehensweise und die Schlussfolgerungen von Wollny sind nach unserer Auffassung die folgenden Einwendungen zu erheben:

- Schlussfolgerung einer unveränderten Marktrisikoprämie nicht mit einem kurzen Zeitraum (2004 bis 2013) belegbar
- Ergebnisse für diesen Zeitraum (7,47 %) aber zumindest eine Erhöhung der Marktrisikoprämie gegenüber dem zuvor ermittelten langen Zeitraum von 1955 bis 2003 (5,73 %) anzeigend
- Zeitraum generell nicht aktuell und somit nicht den erheblichen weiteren Rückgang des risikolosen Zinssatzes beinhaltend
- Konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung infolge Ableitung des risikolosen Zinssatzes mit Hilfe des REXP, der als sog. Performance-Index für 2004 bis 2013 zu kurswertsteigerungsbedingten Verzerrungen führt²⁶⁶

²⁶² Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, a.a.O.

²⁶³ Vgl. Beumer/Jürgens, BewertungsPraktiker 2019, S. 71 ff.

²⁶⁴ Vgl. Beschluss vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, <https://www.gesetze-bayern.de/Content/Document/Y-300-Z-BECKRS-B-2020-N-9359?hl=true>; zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

²⁶⁵ Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage 2018, S. 579 ff.

²⁶⁶ Vgl. Popp, WPg 2019, S. 1222 ff. Der Autor attestiert auch den weiteren zwei dort genannten Studien konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung, insbesondere in der Ableitung des risikolosen Zinssatzes.

Der Beweis, dass die vom FAUB gegebenen jüngeren Empfehlungen zu Marktrisikoprämien führen, die unangemessen hoch sind, konnte unseres Erachtens nach mit den dargestellten Einwendungen nicht geführt werden. Allerdings wird ein eindeutiger Beweis, dass die vom FAUB gegebenen Empfehlungen zur Marktrisikoprämie angemessen sind, derzeit ebenso wenig geführt werden können, da die dargestellten Zusammenhänge in der Wissenschaft weiterhin diskutiert werden.

Nach unserer Auffassung ist deshalb gerade im aktuellen Marktumfeld, das von zunehmender mikro- und makroökonomischer Unsicherheit und disruptiven Entwicklungen geprägt ist, eine Beschränkung der Analysen auf einzelne Überlegungen oder Modellansätze wie z.B. allein historische Marktrisikoprämien nicht zielführend. Der pluralistische Ansatz des FAUB ist in der Gesamtschau nach unserer Auffassung wesentlich besser geeignet, eine ausgewogene Empfehlung zu begründen.

Folgt man den Empfehlungen des FAUB stellt sich des Weiteren die Frage, ob man die derzeit für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern empfohlene Bandbreite (5,0 % bis 6,5 %) nutzen sollte. Bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird in der Bewertungspraxis in nahezu allen Fällen die Mitte der jeweils empfohlenen Bandbreite nach persönlichen Steuern angesetzt, da der Ansatz eines Mittelwerts auch von Gerichten i.d.R. als angemessen angesehen wird.

Hält man den oben dargestellten Total-Market-Return-Ansatz für zutreffend, stellt sich die Frage, ob der aktuelle Anstieg des Basiszinssatzes notwendigerweise zur Folge haben muss, dass der Bewertungsgutachter einen unterhalb der Mitte der aktuell vom FAUB empfohlenen Bandbreite verwenden sollte oder ob der FAUB gar eine neue Empfehlung gibt, in der die Bandbreite nach unten angepasst wird. Schließlich wurde die jüngste Empfehlung vom 22. Oktober 2019 in einem Niedrigzinsumfeld gegeben, nachdem der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern sich um Null bewegte und drohte, negativ zu werden.

Im weiteren Verlauf des Jahres 2019 und bis Ende 2021 bewegte sich der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern weiterhin um die Nulllinie. Der allgemeine Anstieg des Zinsniveaus hatte zur Folge, dass sich der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern seit dem Frühjahr 2022 kontinuierlich erhöht hat und derzeit 1,5 % beträgt. Insoweit sind die Verhältnisse anders, als sie sich im Oktober 2019 dargestellt hatten. Bei einer konstanten Gesamtrendite hätte dies c.p. zur Folge, dass die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern geringer zu veranschlagen wäre.

Tatsächlich ist allerdings seit Beginn der COVID-19-Pandemie und insbesondere seit Beginn der Ukraine-Krise ein Anstieg der impliziten Markttrenditen zu beobachten. Der Bewertungsgutachter beziffert diese aktuell mit rd. 11 %. Das Ergebnis einer Berechnung von impliziten Markttrenditen hängt zum einen davon ab, ob die Analystenschätzungen auf aktuellen Erwartungen beruhen. Zum anderen hängt das Ergebnis auch von dem jeweils verwendeten Modell und insbesondere den verwendeten Wachstumsraten für die Jahre, für die keine Analystenschätzungen vorliegen, ab. Letztlich kann eine Stichtagsbetrachtung auch durch Marktübertreibungen verzerrt sein.

Es zeigt sich aber bei allen uns vorliegenden Untersuchungsergebnissen, dass die implizite Markttrendite im Jahr 2022 über die Größenordnung gestiegen ist, die zeitnah zum 22. Oktober 2019, dem Zeitpunkt, an dem der FAUB die jüngste Empfehlung ausgesprochen hat, zu beobachten waren. Angesichts der

aktuellen krisenhaften Situation²⁶⁷ ist davon auszugehen, dass die Risikoaversion und damit der Preis für Risiko gestiegen ist.

Angesichts der aktuellen impliziten Gesamttrenditen lässt es sich nach unserer Auffassung derzeit nicht rechtfertigen, eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von weniger als 7,0 % (Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite) anzusetzen. Der FAUB überprüft in jeder Sitzung, ob sich die Situation an den Kapitalmärkten derart geändert hat, dass eine Anpassung der Bandbreitenempfehlung erforderlich werden könnte. Das ist bislang nicht erfolgt. Vielmehr hat der FAUB auch nach Beginn der COVID-19-Pandemie und dem Ausbrechen der Ukraine Krise an seinen Bandbreitenempfehlungen festgehalten, worauf der Bewertungsgutachter zutreffend hinweist.

Der Linksunterzeichner hatte zudem bei der Arbeitstagung des IDW im September 2022 die Gelegenheit, sich mit mehreren Mitgliedern des FAUB zu dieser Thematik auszutauschen, u.a. auch in der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung mit dessen Vorsitzenden. Der FAUB sah zu diesem Zeitpunkt keine Notwendigkeit, seine Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie anzupassen. Man beobachte die Entwicklungen der Kapitalmärkte aber laufend und tausche sich monatlich telefonisch zu diesem Thema aus.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht die festgelegte Barabfindung einem Unternehmenswert, der sich auf Grundlage einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % und damit in der Mitte der derzeit vom FAUB empfohlenen Bandbreite berechnet. Das entspricht bei einer Ausschüttungsquote i.H.v. 40 % – wie im vorliegenden Bewertungsfall – einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,01 % und somit gerundet ebenfalls dem Mittelwert der vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite.

Unter Hinweis auf die vorstehend ausführlich dargestellten Auffassungen zur Höhe der Marktrisikoprämie sind gegen den Ansatz des Mittelwerts (5,75 %) der für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vom FAUB empfohlenen Bandbreite (5,0 % bis 6,5 %) im vorliegenden Bewertungsfall keine Einwendungen zu erheben.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen sind gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % – in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite – keine Einwendungen zu erheben.

²⁶⁷ Neben der fortdauernden COVID-19-Pandemie und der Ukraine Krise samt deren Folgen wie der Anstieg der Rohstoffpreise und der allgemeinen Inflationsrate sowie die Unterbrechung von Lieferketten, sind beispielhaft auch die politischen Spannungen zwischen den Großmächten zu nennen.

bc) Betafaktor

bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie (Marktrisikoprämie) ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko und dem individuellen, unternehmens- und branchenspezifischen Risiko wird durch den sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Bewertungsobjekts. Gängige Praxis ist es, zunächst einen unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens abbildet. Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann über das sog. Relevering berücksichtigt.

Bei der konkreten Ermittlung eines Betafaktors stellen sich eine Vielzahl von methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen. In der Bewertungspraxis haben sich zu einigen dieser Fragen Standards durchgesetzt, bei denen sich die verbleibende Auswahl auf wenige sinnvolle Vorgehensweisen, im Idealfall auf eine präferierte Vorgehensweise, verdichtet. Gleichwohl lässt sich keine verbindliche Standardvorgehensweise definieren, da die Anzahl der Freiheitsgrade trotz dieser Standards groß bleibt.

Auch wenn nach diesem Zwischenergebnis Raum für Ermessensspielräume bleibt, ist dies nach unserer Auffassung zu begrüßen. So erhält der Bewertungsgutachter die Möglichkeit, die Vorgehensweise zur Ermittlung des Betafaktors nach sachgerechtem Ermessen zu variieren und an den konkreten Bewertungsfall anzupassen, so dass dem Äquivalenzprinzip adäquat Rechnung getragen wird. Die bestehenden Freiheitsgrade dürfen hingegen nicht einseitig ausgeübt werden. Demzufolge sind die Auswirkungen bei der Auswahl einzelner Parameter zu hinterfragen bzw. die Anwendung unterschiedlicher Kombinationen zu berechnen, um sich einen Überblick über die Bandbreite denkbarer Ergebnisse zu verschaffen. Zudem empfiehlt es sich, die – letztlich gewählte – Vorgehensweise hinreichend genau zu beschreiben.

Die wesentlichen methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen und denkbare bzw. übliche Lösungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Fundamentale, zukunftsorientierte oder vergangenheitsorientierte Ableitung
- Referenzindex national, überregional oder global als Performance- oder Kursindex
- Beobachtungszeitraum fünf Jahre, drei Jahre, zwei Jahre oder ein Jahr, Kombination mehrerer Jahresscheiben
- Renditeintervall monatlich, wöchentlich oder täglich
- Verzerrungsfreie Aktienkursbildung, gemessen an der Liquidität der Aktie
- Filterung anhand statistischer Kriterien wie Bestimmtheitsmaß und t-Test
- Prognose künftiger Betafaktoren durch Fortschreibung historischer raw Betafaktoren oder Anpassung durch pauschalierte Anpassungsverfahren oder freie gutachtliche Anpassung
- Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Unlevering/Relevering) für eine autonome oder wertorientierte Finanzierungspolitik (Risiko des Tax Shields) und ausfallbedrohte oder nicht ausfallbedrohte Forderungen der Fremdkapitalgeber (Debt Beta)
- Bestandteile und Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten beim Unlevering/Relevering
- Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Gruppe von Vergleichsunternehmen („Peer Group“)

- Qualitative und quantitative Kriterien zur Auswahl möglicher Vergleichsunternehmen und Verdichtung in einer Peer Group

In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen.²⁶⁸

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.

Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden risikobehafteten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert bzw. nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen Marktportfolios. Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindexes lässt sich nicht treffen.²⁶⁹ Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.²⁷⁰

Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung vorgenommen. Wir haben alternativ auch Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „MSCI World“ durchgeführt.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.²⁷¹ Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Messung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese Messungen tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweisen und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.²⁷²

Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren für diese beiden Kombinationen erhoben, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Er macht sich demzufolge die jeweiligen Vorteile der beiden Methoden zunutze.

Der Bewertungsgutachter hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse des Handelsvolumens bzw. des Streubesitzes und der Handelstage, Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand des Bestimmtheitsmaßes sowie des t-Tests untersucht.

In der Bewertungspraxis werden die historisch gemessenen Betafaktoren („raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „adjusted Beta“ angepasst. Das adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem raw Beta zusammen. Dieser

²⁶⁸ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

²⁶⁹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

²⁷⁰ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

²⁷¹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

²⁷² „Intervalling-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte.

Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, z.B. unter Verwendung des adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich v.a. dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird.

Im vorliegenden Bewertungsfall sind die gemessenen Betafaktoren als überdurchschnittlich einzuschätzen. Der Bewertungsgutachter hat eine rechnerische Adjustierung der gemessenen Betafaktoren nicht vorgenommen. Die Frage, ob und in welcher Weise eine Adjustierung vorgenommen werden sollte, ist umstritten. In der Bewertungspraxis wird in der weit überwiegenden Zahl der Fälle keine Adjustierung vorgenommen.²⁷³ Zumindest im vorliegenden Bewertungsfall halten wir es für sachgerecht, die gemessenen Betafaktoren nicht zu adjustieren.

Bei Bereinigung der verschuldeten („levered“) Betafaktoren um das Kapitalstrukturrisiko hat der Bewertungsgutachter unsichere „Tax Shields“ und eine wertorientierte („atmende“) Finanzierungspolitik unterstellt, was für kapitalmarktorientierte Unternehmen (Peer Group) als plausibel anzunehmen ist.

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber i.R.d. Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er für die Peers, für die keine Ratingeinstufung durch einen Ratinganbieter vergeben ist, in Anlehnung an die für die Branche „Diversified Technology“ verwendete Moodys Methodologie synthetische Ratings indikativ abgeleitet. Aus dem Unterschied zwischen dem sich so ergebenden Fremdkapitalzinssatz und der Markttrendite vor persönlichen Steuern ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

I.R.d. Unlevering hat der Bewertungsgutachter den Marktwert der Finanzverbindlichkeiten mit den Buchwerten der verzinslichen Verbindlichkeiten und der Pensionsrückstellungen approximiert. Dadurch unterstellt er, dass die vorhandene Liquidität der Vergleichsunternehmen in vollem Umfang als betriebsnotwendig anzusehen ist.

Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von ADVA („Relevering“) hat der Bewertungsgutachter ebenfalls unter Verwendung der Formel für eine wertorientierte Finanzierungspolitik und unter Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen, da die Fremdkapitalkosten den risikolosen Zinssatz signifikant übersteigen.

²⁷³ Vgl. i-advise, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 8. Auflage (2010 bis 2021), <https://www.i-advise.de/wp-content/uploads/2022/06/2022-I-ADVISE-Studie-Bewertungspraxis-8.-Auflage.pdf>; zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

bcb) Originärer Betafaktor der ADVA SE

Die ADVA-Aktien werden an Börsen gehandelt. Aus den Handelsdaten lässt sich somit rechnerisch ein originärer Betafaktor für die ADVA SE ableiten.

Der Bewertungsgutachter hat den Kursverlauf der ADVA-Aktie analysiert und festgestellt, dass insbesondere in der jüngeren Vergangenheit verschiedene Sondereinflüsse bestanden, die zu einer erheblichen Verzerrung des Börsenkurses der ADVA-Aktie sowie eine Abkopplung von der Entwicklung der Branchenindizes führten. Demzufolge könne für Zeiträume nach der Ankündigung des Übernahmeangebots im August 2021 kein unverzerrter Betafaktor erhoben werden, welcher das Risiko des Geschäftsmodells von ADVA angemessen repräsentiert.

Demzufolge hat er seine weiteren Analysen auf den Zeitraum vor Ankündigung der ADTRAN Holdings, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot abzugeben (30. August 2021), beschränkt und den originären Betafaktor von ADVA für den Referenzindex CDAX und mehrere Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle (ein Jahr täglich, zwei Jahre wöchentlich, fünf Jahre monatlich) anhand der Daten von S&P Global ermittelt.

Auf Grundlage der drei vorgenommenen Berechnungen ist der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis gelangt, dass der Betafaktor der ADVA-Aktie für die Zeit vor dem 31. August 2021 statistisch signifikant ist und bei rd. 0,90 liegt. Auch sei die Liquidität der ADVA-Aktie ausreichend. Allerdings spreche der große zeitliche Abstand zwischen dem Bewertungsstichtag und dem letzten unverzerrten beobachtbaren Eigenbetafaktor gegen die Verwendung des Eigenbetas. Insbesondere hätten die makroökonomischen und industriespezifischen Risiken v.a. aufgrund der Ukraine- und Halbleiterkrise stark zugenommen.

Da der eigene Betafaktor der ADVA-Aktie somit eher ungeeignet sei, das aktuelle Risiko von ADVA zu schätzen, hat er für die Bewertung von ADVA zusätzlich einen Betafaktor mit Hilfe einer Peer Group ermittelt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die den vorstehenden Analysen zugrundeliegenden Daten ohne Beanstandungen abstimmen können. Zudem halten wir die Schlussfolgerungen des Bewertungsgutachters für begründet und nachvollziehbar.

Nach unserer Auffassung kann für die Bewertung von ADVA nicht allein auf den gemessenen eigenen Betafaktor zurückgegriffen werden, da er nicht die aktuellen Verhältnisse repräsentiert. Der Bewertungsgutachter lässt die Ergebnisse der Berechnungen für den eigenen Betafaktor letztlich aber bei der Schätzung des künftigen Risikos von ADVA in die Betrachtung mit einfließen.

Demzufolge haben wir zusätzlich geprüft, ob sich bei der von uns bevorzugten Betrachtungsweise (vier Methoden aus der Kombination von den Beobachtungszeiträumen/Renditeintervallen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich, jeweils gegen einen marktbreiten lokalen Index und gegen den MSCI World) abweichende Ergebnisse ergeben. Mit den Ergebnissen unserer Berechnungen ließe sich ein Betafaktor zwischen 0,9 und 1,0 rechtfertigen. Somit sind gegen eine Verwendung des eigenen Betafaktors i.H.v. 0,9 bei den weiteren Betrachtungen keine Einwendungen zu erheben.

bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

Wenn der historische Betafaktor des Bewertungsobjekts bei der Ableitung des zukünftigen Betafaktors – wie im vorliegenden Fall – eher ungeeignet erscheint, ist es zur Verwendung des CAPM erforderlich und in der Praxis üblich, hinsichtlich der Risikolage vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, für die relevante Betafaktoren ermittelt werden können.

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind, versucht die Bewertungspraxis im Allgemeinen, mehrere Unternehmen der relevanten Branche in die Betrachtung mit einzubeziehen, um durch eine Durchschnittsbildung dem Umstand Rechnung zu tragen, dass jedes einzelne Vergleichsunternehmen nicht vollständig mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Dieser Vorgehensweise liegt darüber hinaus der Gedanke zugrunde, dass sich Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt in ihrer gemeinsamen Branche künftig hinsichtlich Chancen und Risiken weiter annähern.

Der Bewertungsgutachter hat bei der Suche nach Vergleichsunternehmen zum einen berücksichtigt, dass die Unternehmen der Peer Group hinsichtlich Chancen und Risiken mit dem Bewertungsobjekt weitgehend vergleichbar sein müssen. Zum anderen hat er beachtet, dass für die potenziellen Vergleichsunternehmen historische Handelsdaten in ausreichendem Umfang und ausreichender Qualität zur Verfügung stehen müssen.

Der Bewertungsgutachter ist bei der Ableitung der Peer Group mehrstufig vorgegangen. Seine Vorgehensweise ist in der Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt. Die Ausführungen des Bewertungsgutachters lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Screening der Daten von S&P Global zur Identifizierung von börsennotierten operativ tätigen Unternehmen, die in einem Geschäftsfeld²⁷⁴ tätig sind, in dem auch ADVA tätig ist, und die ihren Unternehmenssitz in Europa oder Nordamerika haben (397 Unternehmen)
- Verdichtung auf eine „Long List“ (44 Unternehmen) durch einen weiteren Abgleich der Geschäftsfelder²⁷⁵ und einen Test auf „regionale Vergleichbarkeit“²⁷⁶
- Weitere Verdichtung auf eine „Short List“ von elf Unternehmen, wobei in mehrstufigen²⁷⁷ Prüf- und Analyseverfahren weitere qualitative (u.a. ergänzende Analysen anhand der Geschäftsberichte) und quantitative Kriterien²⁷⁸ berücksichtigt worden sind

Die nach den vorstehend genannten Filterungen verbleibenden elf Unternehmen der finalen Short List sind in der Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt. Der Bewertungsgutachter hat diese Unternehmen zusätzlich in eine Rangfolge gebracht, um deren Vergleichbarkeit mit ADVA in eine Rangfolge zu bringen. Dazu hat er ein „Scoring-Modell“ verwendet, dessen Kriterien und Ergebnisse in der Gutachtlichen Stellungnahme aufgezeigt werden.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters machen deutlich, dass die von ihm als Peers gewählten Unternehmen eine hinreichende Vergleichbarkeit mit dem Geschäftsmodell von ADVA aufweisen und deshalb geeignet sind, das operative Risiko von ADVA zu bestimmen.

²⁷⁴ Vorgabe geeigneter Industrien und Schlagwörter (insbesondere „Optical“, „Network“, „Communication“, „FTTN“).

²⁷⁵ Schlagwortsuche innerhalb der Daten von S&P Global in den Beschreibungen der Geschäftsmodelle der Unternehmen, welche das Geschäftsmodell von ADVA im Detail umschreiben (z.B. „Networking solutions“ oder „Communication infrastructure“).

²⁷⁶ Mehr als 50 % der Umsätze in den Regionen Europa und Nordamerika.

²⁷⁷ In einem Zwischenschritt zuerst auf 16 Unternehmen.

²⁷⁸ Eine F&E Quote von mindestens 10 % und finanzielle Kennzahlen, insbesondere zu Segmenten, Produkten und Regionen.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen ohne Beanstandungen nachvollziehen. Zudem halten wir die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht. Gleichwohl haben wir anhand teilweise abweichender Kriterien eigene Recherchen vorgenommen, um festzustellen, ob weitere geeignete Vergleichsunternehmen existieren. Wir haben unsere Long List, in der alle Unternehmen der vom Bewertungsgutachter selektierten Peer Group ebenfalls enthalten sind, mit einem eigenen Scoring-Modell hinsichtlich ihrer Vergleichbarkeit mit ADVA bewertet. Letztlich haben wir kein weiteres Unternehmen identifiziert, welches zusätzlich in die Peer Group aufgenommen werden sollte.

Demzufolge halten wir es zusammenfassend für sachgerecht, zur Ableitung des Betafaktors für die Bewertung von ADVA auf die sich für die elf Vergleichsunternehmen ergebenden Betafaktoren zurückzugreifen.

bcd) Betafaktor von ADVA auf der Grundlage von Vergleichsunternehmen

Auf Grundlage der Datenpunkte zum 6. Oktober 2022 ergeben sich aus den vom Bewertungsgutachter durchgeführten und in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellten zwei Berechnungsmethoden verschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,54 bis 1,99 (Einzelwerte) und 1,22 bis 1,26 (Mittelwerte) bzw. 1,13 bis 1,25 (Mediane).

Die unverschuldeten Betafaktoren spannen eine Bandbreite von 0,50 bis 1,76 (Einzelwerte), 1,09 bis 1,12 (Mittelwerte) und 0,97 bis 1,03 (Mediane) auf. Auf der Grundlage von Mittelwerten ließe sich aus den Berechnungen des Bewertungsgutachters ein Betafaktor i.H.v. 1,1 rechtfertigen. Legt man die Mediane zugrunde, ergäbe sich ein Betafaktor i.H.v. 1,0.

Der Bewertungsgutachter hält den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 1,0 für Zwecke der Bewertung von ADVA für sachgerecht. Bei dieser Einschätzung hat er auch berücksichtigt, dass der eigene unverzerrte Betafaktor von ADVA nach seinen Erhebungen rd. 0,9 beträgt. Er weist gleichwohl darauf hin, dass auch ein Betafaktor von größer als 1,0 begründbar wäre.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Datenerhebungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen. Zudem halten wir die methodische Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht.

Allerdings unterscheidet sich diese von der üblicherweise von uns verwendeten Methodik. Wesentliche Unterschiede bestehen zum einen darin, dass wir nicht nur gegen lokale Indizes, sondern auch gegen einen globalen Index regressieren. Zum anderen halten wir im Allgemeinen ein Konfidenzniveau von 95 % (Irrtumswahrscheinlichkeit 5 %) für ausreichend. Der Bewertungsgutachter beurteilt die statistische Signifikanz mit dem Kriterium R^2 . Der von ihm gesetzte Filter ist im Ergebnis restriktiver. Letztlich hat diese unterschiedliche Vorgehensweise aber keine Auswirkungen, da sämtliche für den 6. Oktober 2022 ermittelten Betafaktoren auch den strengeren Kriterien des Bewertungsgutachters standhalten.

Insgesamt zeigt sich als Ergebnis unserer eigenen Berechnungen, dass die Regression gegen den MSCI World etwas höhere Betafaktoren ergibt. Auf Grundlage dieser Berechnungen ließe sich im Ergebnis aber ebenfalls ein Betafaktor zwischen 1,0 und 1,1 rechtfertigen. Somit geben diese Berechnungen keinen

Anlass, den für die Bewertung der ADVA angesetzten unverschuldeten Betafaktor i.H.v. 1,0 als nicht angemessen anzusehen.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von ADVA halten wir den für die Bewertung von ADVA gewählten Betafaktor für sachgerecht.

c) Wachstumsabschlag

Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse von Unternehmen resultiert einerseits aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage im Unternehmen und andererseits organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten.

In der Detailplanungs- und der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung bzw. deren Fortführung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne Komponenten als nominale Größen geplant sind. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist deshalb nicht erforderlich.

Auch in der Phase der ewigen Rente werden sich die Posten von Bilanz und GuV und somit auch die Netto-Einnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Die in der Phase der ewigen Rente thesaurierten und den Anteilseignern bewertungstechnisch fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Wachstums des Bewertungsobjekts ab. Die Abbildung dieses thesaurierungsbedingten Wachstums könnte wertäquivalent auch durch eine Diskontierung der dadurch generierten zusätzlichen Ausschüttungen vorgenommen werden.

Unter der Voraussetzung, dass ADVA die Kapitalkosten, welche die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektieren, nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus thesaurierungsbedingten Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des künftigen, durch Thesaurierungen finanzierten operativen Wachstums im Bewertungsmodell bereits durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen berücksichtigt.

Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale – z.B. temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen, sowie inflationsbedingte Wachstumseffekte – sind bei der dargestellten bewertungssystematischen Vorgehensweise im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

Allerdings unterscheiden sich die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie der allgemeinen Preissteigerungsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird, oder der Preisentwicklung auf Beschaffungsmärkten. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unter-

nehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen Fähigkeiten zur Durchsetzung von Preiserhöhungen auf dem Absatzmarkt bestimmt.

Der Bewertungsgutachter hat für die Bewertung von ADVA, die der angemessenen Barabfindung entspricht, einen Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5 % (vor persönlichen Steuern) angesetzt.

In dem angesetzten Wachstumsabschlag ist reflektiert, dass der Markt für innovative Übertragungstechnik für Cloud- und Mobilfunknetze von intensivem Wettbewerb geprägt ist und dass ADVA steigende Einkaufskosten nicht vollständig an die Kunden weitergeben kann. Für bestimmte Komponenten seien aufgrund des technologischen Fortschritts sogar sinkende Einkaufspreise zu erwarten. Regelmäßig seien diese Kostensenkungen durch Preissenkungen auch an die Kunden von ADVA weiterzugeben.

Auf dieser Grundlage reflektiert die angesetzte Wachstumsrate nach unserer Auffassung die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte in angemessener Höhe.

Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unterhalb des von der EZB definierten Zielwerts für eine langfristig anzustrebende (konsumorientierte) Inflationsrate (2,0 %) liegen.

Nach aktuellen Prognosen wird die konsumorientierte Inflation in den für ADVA relevanten Märkten kurz- bis mittelfristig deutlich oberhalb von 2,0 % zu verorten sein. Nach unserer Auffassung ist davon auszugehen, dass die konsumorientierte Inflation in der Euro-Zone langfristig – und damit für Zeiträume, die in der Phase der ewigen Rente abgebildet sind (2031 ff.) – wieder im Bereich des Zielwerts der EZB liegen wird. Unter Einbeziehung auch der übrigen Zielmärkte von ADVA ist langfristig nach unserer Auffassung von einer Inflationsrate etwas oberhalb von 2,0 % auszugehen.

Vor dem Hintergrund der vorstehend dargelegten Überlegungen halten wir die für die Bewertung der ADVA SE angesetzte Wachstumsrate i.H.v. 1,5 % (vor persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Bei Überleitung der Ergebniswachstumsrate (brutto) auf den Wachstumsabschlag (netto) hat der Bewertungsgutachter einen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen. Er trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die inflationsbedingten Wertsteigerungen bei ihrer Realisierung als Kursgewinne der Besteuerung unterliegen. Ausgehend von der Annahme langer Haltedauern hat er beim Abzug der persönlichen Steuern den hälftigen Nominalsteuersatz²⁷⁹ angesetzt. Das halten wir ebenfalls für sachgerecht.

Zusammenfassend halten wir den i.R.d. Bewertung der ADVA SE angesetzten Wachstumsabschlag i.H.v. 1,3 % (nach persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Soweit von Teilen der Literatur angeführt wird, das (durchschnittliche) Gewinnwachstum deutscher Unternehmen sei aufgrund statistischer Auswertungen deutlich höher anzusetzen, wird von diesen Quellen zumeist der oben beschriebene Zusammenhang zwischen Thesaurierungen und dadurch bedingten Wertsteigerungen verkannt.

²⁷⁹ $26,375\% \cdot 50\% = 13,1875\%$.

Bei einem Vergleich des bei einer Unternehmensbewertung anzusetzenden Wachstumsabschlags mit dem statistisch ermittelten Gewinnwachstum von Unternehmen ist aber zu beachten, dass Unternehmen in der Praxis regelmäßig Thesaurierungen vornehmen, mit denen sie (Erweiterungs-)Investitionen finanzieren. Diese Investitionen erhöhen wiederum die zukünftigen Unternehmensgewinne. Das empirisch gemessene Gewinnwachstum umfasst daher sowohl inflationsbedingte als auch thesaurierungsbedingte Gewinnerhöhungen.

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Netto-Einnahmen der Anteilseigner nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnausschüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die mit der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5 % (brutto) bzw. 1,3 % (netto) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen²⁸⁰ beschriebenen Zusammenhang

$$w = (1 - q) * R^{vSt} + q * \pi \text{ mit}$$

w	=	Gesamtwachstumsrate
q	=	Ausschüttungsquote
R^{vSt}	=	Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Einkommensteuer
π	=	unternehmensspezifische Inflationsrate

einem nachhaltigen Gewinnwachstum des ADVA-Konzerns von 5,6 %. Dieser Wert wäre für einen Vergleich mit dem durchschnittlichen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen die geeignete Vergleichsgröße.

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,²⁸¹ der gezielt die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit ist das erwartete Wachstum von 1,5 % (brutto) auf dieser Grundlage als höherer Wert anzusehen.

Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,5 % bewegen.

²⁸⁰ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und S. 405 ff.

²⁸¹ Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.

Nach einer aktuellen Studie²⁸² zur Analyse von 230 gesellschaftsrechtlich veranlasseten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2021 sank die durchschnittliche Wachstumsrate (brutto) des nachhaltigen Ergebnisses in diesem Zeitraum von 1,31 % auf 1,07 % und der Median der Wachstumsraten von 1,25 % auf 1,00 %. Zwischenzeitlich ergaben sich Werte, die unter 1,00 % lagen.

Prüfungsergebnis
 Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den für die Bewertung der ADVA SE angesetzten Wachstumsabschlag (nach persönlichen Steuern) i.H.v. 1,3 % zusammenfassend für sachgerecht.

d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

ADVA Ableitung der Kapitalkosten %	Planung					Konvergenz				TV ab 2031
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,10%									
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (verschuldet)	1,09	1,08	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Risikozuschlag	6,24%	6,19%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	7,35%	7,30%	7,02%	7,02%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%
Wachstumsabschlag										-1,30%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	7,35%	7,30%	7,02%	7,02%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	5,70%

Quellen: S&P Global, Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

6. Ableitung des Unternehmenswerts

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von ADVA zum 30. November 2022 ermittelt sich wie folgt:

ADVA Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung					Konvergenz				TV ab 2031
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresüberschuss	32,4	47,4	56,2	62,3	68,7	71,4	73,6	75,4	76,5	77,6
Ausschüttung	13,0	18,3	22,5	24,9	27,5	28,6	29,5	30,1	30,6	31,1
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-1,7	-2,4	-5,9	-6,6	-7,3	-7,5	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	17,4	29,1	-19,1	-6,6	4,9	6,3	7,2	7,8	5,8	5,9
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	2,0	0,0	52,8	44,0	36,3	36,6	36,9	37,5	40,1	40,7
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	-0,3	0,0	-7,0	-5,8	-4,8	-4,8	-4,9	-4,9	-5,3	-5,4
Netto-Einnahmen	13,0	15,9	62,4	56,6	51,8	52,8	53,7	54,7	57,3	58,2
Kapitalkosten	7,35%	7,30%	7,02%	7,02%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	7,01%	5,70%
Barwertfaktor	0,9316	0,9320	0,9344	0,9344	0,9345	0,9345	0,9345	0,9345	0,9345	17,5296
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	838,0	886,6	935,3	938,6	947,8	962,5	977,2	992,0	1.006,8	1.020,0
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2021	838,0									
Aufzinsungsfaktor										1,0670
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 30. November 2022	894,2									

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

²⁸² Vgl. i-advise, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, a.a.O..

b) Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat keine nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte oder Sonderwerte identifiziert, die gesondert zu bewerten wären.

Er weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass eine inaktive Beteiligung nicht als Sonderwert anzusetzen ist, da diese über keine nennenswerten Vermögenswerte verfügt. Das halten wir für nachvollziehbar. Im Rahmen unserer Prüfung sind uns ebenfalls keine gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte bekannt geworden.

Die Immobilien der Gesellschaft werden nach den uns erteilten Auskünften und unseren Feststellungen betrieblich genutzt. Dementsprechend sind sie nach dem sog. funktionalen Abgrenzungskriterium sämtlich als betriebsnotwendig zu klassifizieren.

Über das üblicherweise aus Repräsentationsgründen erforderliche Maß hinausgehende bzw. einen erheblichen Wert aufweisende Bestände an Kunst- oder sonstigen Ausstattungsgegenständen haben wir nicht identifiziert.

Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel sind ebenfalls nicht gesondert hinzuzurechnen. Die über die betriebsnotwendige Liquidität hinausgehenden Mittel werden für Ausschüttungen verwendet.²⁸³

Soweit Sachverhalte vorliegen, für die in der Bewertungspraxis gelegentlich eine Darstellung als Sonderwert gewählt wird, hat der Bewertungsgutachter diese Sachverhalte nicht als Sonderwert dargestellt, sondern i.R.d. Netto-Einnahmen bereits berücksichtigt. Dies gilt namentlich für die zum 31. Dezember 2021 vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge (€ 237,3 Mio.) und das steuerliche Einlagekonto der Gesellschaft zum 31. Dezember 2021 (€ 322,4 Mio.).

Prüfungsergebnis

Gesondert hinzuzusetzendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden. Der Bewertungsgutachter hat bei Ableitung des Unternehmenswerts von ADVA dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens in zutreffender Weise keine Sonderwerte hinzugefügt.

²⁸³ Vgl. Abschnitt D.V.4.ce).

c) Unternehmenswert

Der Unternehmenswert von ADVA zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag; 30. November 2022) entspricht dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 894,2 Mio.). Das sind umgerechnet und gerundet € 17,21 je ADVA-Aktie.

Bei der Berechnung des Unternehmenswerts je Aktie hat der Bewertungsgutachter vereinfachend darauf verzichtet, den Verwässerungseffekt aus der potenziellen Ausübung von den Mitarbeitern und Mitgliedern des Vorstands im Rahmen von Aktienoptionsplänen gewährten Aktien-Optionen zu berücksichtigen.²⁸⁴ Das ist aus Sicht der außenstehenden Aktionäre von ADVA nicht zu beanstanden.

d) Vergleich mit dem Liquidationswert

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von ADVA nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise mit seiner Feststellung, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten liegt und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.

Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten, zumal bei einer Liquidation i.d.R. erhebliche Kosten anfallen.

e) Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts von ADVA sind keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.

7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

a) Unternehmenswert bei einer Wertermittlung nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 in einer anderen Parametrisierung

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von ADVA zum 30. November 2022 auftragsgemäß in einer Bandbreite ermittelt. Nach seinen Feststellungen liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) in einer Wertermittlung nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 zwischen € 809,2 Mio. (Marktrisikoprämie i.H.v. 6,50 % und nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 1,74 %, jeweils nach persönlichen Steuern) und € 894,2 Mio. (Marktrisikoprämie i.H.v. 5,75 % und nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 1,30 %, jeweils nach persönlichen Steuern).

Der Unternehmenswert von ADVA zum 30. November 2022 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, beträgt € 894,2 Mio.

Aus einer Plausibilisierung mit der Bandbreite, die der Bewertungsgutachter ermittelt hat und die auch den Unternehmenswert bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 % (bei einer Wachstumsrate nach persönlichen Steuern i.H.v. 1,74 %) beinhaltet, ergibt sich kein Hinweis dafür, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

²⁸⁴ Vgl. Abschnitt D.V. 1.a); in der Planungsrechnung des Konzerns werden die beizulegenden Zeitwerte der Optionen aus Aktienoptionsplänen zum Zeitpunkt der Gewährung als Aufwand berücksichtigt.

b) Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung

Den DVFA-Empfehlungen folgend hat der Bewertungsgutachter auch Bandbreiten für den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt und wendet dafür das DCF-Verfahren in der Form der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals („Cashflows to Equity“) an.

Nach seinen Feststellungen liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) zwischen € 848,1 Mio. (Marktrisikoprämie i.H.v. 8,0 % und nachhaltige Wachstumsrate von 2,0 %, jeweils vor persönlichen Steuern) und € 941,2 Mio. (Marktrisikoprämie i.H.v. 7,0 % und nachhaltige Wachstumsrate von 1,5 %, jeweils vor persönlichen Steuern).

Der Unternehmenswert von ADVA zum 30. November 2022 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, beträgt € 894,2 Mio.

Der obere Wert der Bandbreite, die der Bewertungsgutachter aus einer Bewertung vor persönlichen Steuern ermittelt hat, liegt oberhalb des Werts, der sich für die Bewertung ergibt, die der festgelegten Barabfindung entspricht. Der Wertunterschied ist im Wesentlichen auf die Berücksichtigung zusätzlicher Synergieeffekte aufgrund des von den Grundsätzen des IDW S 1 abweichenden Konzepts, als Synergieeffekte die sog. Market-Participant-Synergien anzusetzen.

Demzufolge ergibt sich auch aus dieser höheren Bewertung kein belastbarer Hinweis, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

c) Vergleichende Marktbewertung

Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidierter interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert von ADVA auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten („Trading Multiples“) und Transaktionen („Transaction Multiples“) plausibilisiert. Die Trading Multiples hat er für die Vergleichsunternehmen ermittelt, die auch zur Ermittlung des Betafaktors verwendet worden sind.

Für die vergleichende Bewertung auf Basis der Trading Multiples hat der Bewertungsgutachter Multiplikatoren aus dem Verhältnis des Unternehmensgesamtwerts²⁸⁵ zu den Umsatzerlösen und den Ergebniskennziffern EBITDA, EBIT und der sog. Cash Contribution²⁸⁶ ermittelt. Die Transaction Multiples sind für die Kennziffern Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT ermittelt.

Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sind übliche Verfahren zur Plausibilisierung von fundamental ermittelten Unternehmenswerten. Der Bewertungsgutachter verwendet darüber hinaus Cash Contribution-Multiplikatoren mit der Begründung, derart unterschiedlichen Anlagenintensitäten und Bilanzierungspolitiken der Vergleichsunternehmen Rechnung zu tragen.

Basis der Berechnungen der Multiplikatoren sind Umsatz-, EBITDA-, EBIT- und CAPEX-Schätzungen von Analysten für die Geschäftsjahre 2023 und 2024, die von S&P Global bereitgestellt wurden. Für spätere

²⁸⁵ Enterprise Value („EV“).

²⁸⁶ Die Cash Contribution ergibt sich als Differenz aus EBITDA und Investitionen in Sachanlagen (CAPEX).

Geschäftsjahre lagen Schätzungen in ausreichender Zahl nicht vor. Die Schätzungen für 2022 sind nach Einschätzung des Bewertungsgutachters verzerrt, was wir für plausibel halten.

Um die unterschiedlichen Vorgehensweisen bei der Aktivierung von Entwicklungskosten Rechnung zu tragen, hat der Bewertungsgutachter – wie zuvor schon beim Benchmarking der Planung erläutert – die Größen EBIT und EBITDA bei ADVA und den Vergleichsunternehmen, die ebenfalls Entwicklungskosten aktivieren, um die aktivierten Aufwendungen und die Abschreibungen darauf bereinigt.

Die ermittelten Multiples spannen eine große Wertbandbreite auf. Aus der vollständigen Bandbreite lassen sich nach Einschätzung des Bewertungsgutachters keine belastbaren Aussagen herleiten. Demzufolge hat er die vollständige Bandbreite weiter verdichtet. Die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung sind hinsichtlich der Ergebnismultiplikatoren nur für den Durchschnitt der drei Peers, die der Bewertungsgutachter in Bezug auf Wachstum und Profitabilität für am besten mit ADVA vergleichbar hält („Best Comparables“), sowie – aufgrund der im Vergleich zu den Peers geringeren Profitabilität von ADVA – für das 25 %-Perzentil dargestellt.

Bei der Analyse der Umsatzmultiplikatoren hat der Bewertungsgutachter mittels Regressionsgeraden die Zusammenhänge zwischen dem prognostizierten EBIT-Wachstum und den Umsatz-Multiplikatoren, jeweils für die Jahre 2023 und 2024, ermittelt. Die Regressionsgeraden zeigen, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen den erwarteten EBIT-Margen und den Umsatz-Multiplikatoren besteht. Auf dieser Grundlage hat der Bewertungsgutachter unter Verwendung der entsprechenden Margen aus der Planung von ADVA jeweils die zugehörigen Multiplikatoren aus den Regressionsgeraden ermittelt und bei seinen weiteren Analysen verwendet. Die weiter betrachtete Bandbreite enthält den mittels der Regressionsgeraden ermittelten Wert sowie den Wert, der sich aus dem Durchschnitt der drei Best Comparables ergibt.

Insgesamt hat er auf diese Weise für vier verschiedene Arten von Multiplikatoren jeweils eine Bandbreite von Multiplikatoren für das Jahr 2023 und das Jahr 2024 ermittelt. Bezogen auf die aus der Konzernplanung abgeleiteten Bezugsgrößen von ADVA ergeben sich daraus acht Bandbreiten von Unternehmensgesamtwerten von ADVA. Diese Bandbreiten hat der Bewertungsgutachter zu einer durchschnittlichen Bandbreite von Unternehmensgesamtwerten von ADVA von € 794,7 Mio. bis € 849,2 Mio. verdichtet.

Nach Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und unter Berücksichtigung nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel²⁸⁷ sowie des Barwerts steuerlicher Verlustvorträge ergibt sich aus der Multiplikator-Betrachtung eine Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der ADVA SE von € 748,9 Mio. bis € 803,5 Mio.

In einem letzten Schritt hat der Bewertungsgutachter die ermittelte Bandbreite von Eigenkapitalwerten um eine fiktive Übernahmeprämie von 10 % erhöht, weil die Börsenmultiplikatoren nach seiner Auffassung lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und die aus Börsenmultiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag zu erhöhen seien. Aus Analysen von Transaktionen und einer empirischen Studie leitet PVT einen Kontrollaufschlag von 10 % ab.

²⁸⁷ Diese Mittel werden im Bewertungsmodell in der logischen Sekunde danach für Ausschüttungen verwendet.

Nach unserer Auffassung ist es fraglich, ob ein solcher Zuschlag anzusetzen ist, da im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung nicht die Übernahme der Kontrolle über ein Unternehmen simuliert wird. In der Praxis der Bewertung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen ist es deshalb nicht üblich, einen Kontrollzuschlag auf zur Plausibilisierung erhobene Multiplikatorwerte anzusetzen.

Die auf Basis der Marktbewertung mit Trading Multiples ermittelte Bandbreite der Marktwerte des Eigenkapitals von ADVA liegen zwischen € 823,8 Mio. und € 883,8 Mio. Der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals) von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.), liegt etwas oberhalb der dargelegten Bandbreite. Aus der Bewertung mit Trading Multiples ergeben sich somit keine Hinweise, dass dieser Wert zu gering sein könnte.

Der Bewertungsgutachter hat ergänzend Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Diese hat er zu einer Bandbreite von Multiplikatoren aus dem Durchschnitt der betrachteten Transaktionen und dem Wert der nach seiner Auffassung am besten vergleichbaren Transaktionen²⁸⁸ verdichtet. Die beiden Bandbreitenwerte hat er auf Bezugsgrößen der ADVA für die letzten zwölf Monate bis zum 30. Juni 2022 angewandt.

Aus der Bewertung mit Transaction Multiples ergibt sich eine Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals der ADVA SE von € 860,5 Mio. bis € 1.016,7 Mio. Der fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals) von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.), liegt im unteren Bereich der dargelegten Bandbreite.

Die Bewertung mit Transaction Multiples hat im Allgemeinen eine geringere Aussagekraft als eine Bewertung mit Trading Multiples.²⁸⁹ Über die allgemeinen Vorbehalte bezüglich ihrer Aussagekraft hinaus weisen wir darauf hin, dass die überwiegende Anzahl der zum Vergleich herangezogenen Transaktionen in zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag durchgeführt worden ist. Die allgemeinen Kapitalmarktverhältnisse und die spezifischen Marktverhältnisse zum Zeitpunkt der Durchführung dieser Transaktionen sind andere als die heutigen Verhältnisse.

Unter Berücksichtigung auch der eingeschränkten Aussagekraft von Transaction Multiples ergeben sich auch aus der Plausibilisierung mit Transaction Multiples keine Hinweise, dass der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals) von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.) zu gering sein könnte.

Im Übrigen konnten wir auch die Vorgehensweise und die Berechnungen von PVT bei der Ermittlung von Trading und Transaction Multiples inhaltlich und rechnerisch anhand der „Konsensus Schätzungen“ von S&P Global ohne Beanstandungen verifizieren.

²⁸⁸ Dies sind sechs der insgesamt 13 identifizierten Transaktionen.

²⁸⁹ Vgl. Abschnitt D.III.3.

d) Weitere Vergleichsmaßstäbe

Der Börsenkurs der ADVA-Aktie weist verschiedene auffällige Sprünge auf, die sich nach den von uns geteilten Feststellungen des Bewertungsgutachters auf Ereignisse im Zusammenhang mit der Übernahme durch ADTRAN zurückführen lassen. Die Rechtsprechung geht davon aus, dass der Börsenkurs zumindest ab dem Zeitpunkt der Ankündigung einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme für eine Barabfindung nicht mehr relevant ist.²⁹⁰

Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs je ADVA-Aktie über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der ADTRAN Holdings, einen BGAV mit der ADVA SE als beherrschtem Unternehmen und der ADTRAN Holdings als beherrschendem Unternehmen abzuschließen, beträgt € 15,85. Mit der Anzahl der ausstehenden ADVA-Aktien hochgerechnet ergibt sich daraus ein Unternehmenswert der ADVA SE i.H.v. € 823,5 Mio.

Dieser Durchschnittskurs ist nach unserer Auffassung bereits durch die vorherigen Ereignisse im Zusammenhang mit der Übernahme durch ADTRAN beeinflusst und nur eingeschränkt für eine Plausibilisierung geeignet. Es ergeben sich aus einer solchen Plausibilisierung aber zumindest keine Hinweise, dass der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.), zu gering sein könnte.

Einen tauglicheren Vergleichsmaßstab könnten Vorerwerbspreise darstellen. Der auf Grundlage eines Aktientauschangebotes von ADTRAN²⁹¹ gewährte implizite Preis betrug € 17,17 je ADVA-Aktie.²⁹² Mit der Anzahl der ausstehenden ADVA-Aktien hochgerechnet ergibt sich daraus ein Unternehmenswert der ADVA SE i.H.v. € 892,8 Mio.

Der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.), weicht von dem hochgerechneten Vorerwerbspreis nur geringfügig ab.

Abweichungen könnten sich aus zwischenzeitlichen Veränderungen der Verhältnisse von ADVA²⁹³ ergeben haben. Diese Veränderungen können im Saldo sowohl eine Erhöhung als auch eine Verminderung des Unternehmenswerts von ADVA zur Folge gehabt haben. Deshalb ist auch dieser Vergleichsmaßstab nur eingeschränkt tauglich.

Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass in dem Übernahmepreis auch mögliche Synergieeffekte berücksichtigt waren. Der Übernahmepreis enthielt jedenfalls eine Prämie auf den Aktienkurs von ADVA im Vorfeld der Übernahme.²⁹⁴ In der Bewertung von ADVA mit dem objektivierten Unternehmenswert nach dem IDW S 1 sind diese Effekte nur in geringem Umfang enthalten. Auch aus diesem Grund ist dieser Vergleichsmaßstab nur eingeschränkt tauglich.

²⁹⁰ Als Desinvestitionswerte der Aktie (vgl. Abschnitt D.I.).

²⁹¹ Seinerzeit unter Acorn HoldCo, Inc. firmierend.

²⁹² Auf Basis des Schlusskurses der Aktien von ADTRAN vom 27. August 2021 (\$ 24,57).

²⁹³ Interne Veränderungen, Veränderungen der spezifischen Markt- und Wettbewerbsverhältnisse und der Verhältnisse des Kapitalmarkts.

²⁹⁴ Vgl. Abschnitt D.V.1.a).

Jedenfalls ergeben sich auch aus dem Vergleich mit dem Vorerwerbspreis nach unserer Auffassung keine Hinweise, dass der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert von ADVA in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 894,2 Mio.), zu gering sein könnte.

Prüfungsergebnis

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die vorgenommenen Plausibilisierungen keinen Hinweis dafür geben, dass die vorliegende Bewertung nicht angemessen wäre.

8. Ableitung von Abfindung und Ausgleich

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor. Die angemessene Barabfindung entspricht als Ergebnis der vorgenommenen Unternehmensbewertung somit dem anteiligen Unternehmenswert der ADVA SE, sofern eine Untergrenze der Barabfindung nicht zu berücksichtigen ist.

Im Hinblick auf die Rechtsprechung des BVerfG²⁹⁵ darf der Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich bei der Ermittlung einer Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben und stellt eine geeignete Bezugsgröße zur Bestimmung ihres Verkehrswerts dar. Der Börsenkurs stellt im Regelfall grundsätzlich die untere Grenze der Abfindung, die dem Aktionär zu zahlen ist, dar.

Verfassungsrechtlich geboten ist allerdings keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern nur eine „volle Entschädigung“ zum „wahren Wert“ der Beteiligung. Spiegelt der Börsenkurs im konkreten Fall nicht den Verkehrswert und damit auch nicht den „wahren Wert“ der Aktie wider, kann der Börsenkurs daher unterschritten werden. Das kann nach der Rechtsprechung etwa dann der Fall sein, wenn aufgrund einer sog. Marktenge ungewiss war, ob die Minderheitsaktionäre ihre Aktien während des maßgeblichen Zeitraums zum Börsenkurs tatsächlich hätten verkaufen können.

Die Gutachtliche Stellungnahme enthält umfassende Ausführungen zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses, insbesondere eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Frage des Vorliegens einer Marktenge. Die Aussagen der Gutachtlichen Stellungnahme zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Maßgeblicher Referenzzeitraum 6. April 2022 bis 5. Juli 2022
- Volumengewichteter Durchschnittskurs gemäß Schreiben der BaFin € 15,85
- Keine nachweisbare Marktenge i.S.d. WpÜG-AngVO
- Gewichteter Drei-Monats-Durchschnittskurs der ADVA-Aktie grundsätzlich relevant für die Bestimmung der Barabfindung

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir uns mit der vorgetragenen Argumentation und den dabei zugrunde gelegten Daten auseinandergesetzt. Gegen die Feststellung, dass der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der ADVA-Aktie grundsätzlich relevant für die Bestimmung der Barabfindung ist, sind

²⁹⁵ Beschluss vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

aus prüferischer Sicht keine Einwendungen zu erheben. Die Höhe des angegebenen Durchschnittspreises können wir aufgrund unserer Prüfung ebenfalls bestätigen.

Der volumengewichtete Durchschnittskurs der ADVA-Aktie (€ 15,85) als Desinvestitionspreis liegt unter dem anteiligen Unternehmenswert der ADVA SE in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht (€ 17,21). Da andere Untergrenzen der Barabfindung nicht zu beachten sind,²⁹⁶ stellt der anteilige Unternehmenswert der ADVA SE den Verkehrswert der ADVA-Aktie dar.

Der Unternehmenswert von ADVA zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag; 30. November 2022) entspricht dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 894,2 Mio.). Das sind umgerechnet und gerundet € 17,21 je ADVA-Aktie.

Prüfungsergebnis

Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 17,21 je Stückaktie festgelegt. Dies halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (22. Oktober 2022) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV der ADVA SE über den Abschluss des Vertrags (30. November 2022) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung von ADVA ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je Stückaktie ergäbe, der die vertraglich vereinbarte Abfindung übersteigt.

Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden HV der ADVA SE Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Grundlage für die Ermittlung der Ausgleichszahlung ist der auf eine Aktie umgerechnete Unternehmenswert von ADVA.

Bei Verrentung der Barabfindung ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem Vertrag resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre ermittelt.

Das Risiko, dass der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Kündigung eines Unternehmensvertrags, insbesondere eines Beherrschungsvertrags, durch Maßnahmen des anderen Vertragspartners gemindert sein könnte, ist im vorliegenden Fall nicht zu berücksichtigen. Durch die Gewährung eines befristeten Veräußerungsrechts im Fall der Kündigung des Vertrags²⁹⁷ erhalten die außenstehenden Aktionäre während der Laufzeit einen jährlichen Ausgleich und bei Beendigung des Vertrags eine Abfindung in Höhe des

²⁹⁶ Wie z.B. der Barwert der Ausgleichszahlungen bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre bei bestehendem BGAV.

²⁹⁷ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

Betrags, den sie auch unmittelbar nach Wirksamwerden des Vertrags erhalten hätten (€ 17,21 je ADVA-Aktie).

Im vorliegenden Fall verbleibt als Risiko der außenstehenden Aktionäre von ADVA somit nur das Risiko, dass der zur Zahlung des Ausgleichs verpflichtete Vertragspartner dieser Verpflichtung nicht nachkommt.

Das Ausfallrisiko wird damit durch die Bonität der ADTRAN Holdings bestimmt. Somit ist der Unternehmenswert von ADVA mit einem Zinssatz zu verrenten, der die Konditionen reflektiert, die die ADTRAN Holdings für eine unbesicherte Anleihe mit einer Laufzeit entsprechend der erwarteten Laufzeit des Vertrags derzeit angeboten werden.

Die ADTRAN Holdings hat selbst keine Anleihen begeben, so dass der maßgebliche Zinssatz nicht unmittelbar beobachtet werden kann. Demzufolge musste ein für die Risikolage der ADTRAN Holdings adäquater Zinssatz mittelbar bestimmt werden. Der Bewertungsgutachter hat zu diesem Zweck ein fiktives Rating für die ADTRAN Holdings ermittelt. Dabei hat er zwei Methoden verwendet, um auf einer sicheren Datenbasis aufzusetzen.

Zum einen hat der Bewertungsgutachter bei S&P Global den sog. Z-Score²⁹⁸ für die ADTRAN Holdings abgefragt. Die ermittelte Kennziffer lässt sich in ein S&P-Rating überführen.²⁹⁹ Für die ADTRAN Holdings ergibt sich ein Rating von BBB+.³⁰⁰

Der letzte verfügbare Abschluss für ein vollständiges Geschäftsjahr, aus dessen Daten sich diese Kennzahl berechnet, betrifft den Abschluss zum 31. Dezember 2021. Am 31. Dezember 2021 beinhalten die Zahlen der ADTRAN Holdings noch nicht die Zahlen des ADVA-Konzerns, da das Übernahmeangebot zu diesem Zeitpunkt noch nicht vollzogen war. Für die künftige Risikolage der ADTRAN Holdings ist der heutige Konsolidierungskreis maßgeblich, der auch die ADVA umfasst. Insofern dient die ermittelte Einstufung nur der Plausibilisierung.

Der Bewertungsgutachter hat deshalb zum anderen die Bonität der ADTRAN Holdings auf Grundlage der kombinierten Finanzzahlen von ADTRAN und ADVA für das Geschäftsjahr 2021 abgeleitet. In einem weiteren Schritt hat er die so ermittelten Unternehmenskennzahlen für den gesamten Konzern in einem Ratingmodell³⁰¹ in einen Punktwert überführt. Dieser entspricht einem S&P-Rating der ADTRAN Holdings von BBB.

Eine risikoäquivalente Verzinsung lässt sich somit aus Marktdaten für Unternehmen der Risikoklasse BBB gewinnen.

Darüber hinaus muss die Verzinsung auch fristenäquivalent sein. Es stellt sich somit die Frage, wie lange die Ausgleichszahlung voraussichtlich zu gewähren ist. Im Vertrag ist eine Mindestlaufzeit von zwei Jahren vorgesehen. Er verlängert sich darüber hinaus regelmäßig um weitere zwei Jahre, wenn er nicht gekündigt wird.³⁰² In Fällen, in denen die Vertragsparteien primär strategische Ziele verfolgen und bei denen

²⁹⁸ Der sog. Altman Z-Score ermittelt anhand einer linearen Kombination von vier Verhältniskennzahlen von Geschäftsdaten eine Kennzahl, welche die finanzielle Qualität des Unternehmens wiedergeben soll.

²⁹⁹ Vgl. <https://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/CorpCrScoringModels.pdf>, S. 33, zuletzt abgerufen am 6. Oktober 2022.

³⁰⁰ Dieses S&P-Rating repräsentiert eine durchschnittliche Bonität.

³⁰¹ Moody's Investors Service Rating Methodology für die Branche „Diversified Technology“, Stand 25. Februar 2022.

³⁰² Vgl. § 7 Abs. 3 des Vertrags.

durch die Integration der nach Abschluss des BGAV beherrschten Gesellschaft in die herrschende Gesellschaft langfristige Synergiepotenziale gehoben werden sollen, ist von einer langen Vertragslaufzeit auszugehen. Nach der Rechtsprechung ist davon auszugehen, dass ein Unternehmensvertrag unendlich fortbesteht, wenn es keine Anhaltspunkte gibt, die eine andere Annahme rechtfertigen.

Zur Herstellung der Fristenäquivalenz ist also von langen Laufzeiten auszugehen. Unendlich lange laufende Unternehmensanleihen werden nicht emittiert. Grundsätzlich wäre auf den am Markt feststellbaren Zinssatz abzustellen, der der höchsten Laufzeit entspricht.

Der Bewertungsgutachter hat mittels der Daten von S&P Global Renditen von in Euro denominierten Unternehmensanleihen (Corporates) mit der Ratingklasse BBB ermittelt. Die Märkte für Unternehmensanleihen mit der Ratingklasse BBB und einer Restlaufzeit von mehr als 25 Jahren sind nicht liquide genug, um daraus eine belastbare Marktverzinsung abzuleiten. Der Bewertungsgutachter hat die Daten für Restlaufzeiten von 15, 20 und 25 Jahren erhoben und daraus eine durchschnittliche Verzinsung abgeleitet. Fraglich ist, ob nicht ausschließlich die Daten für eine Restlaufzeit von 25 Jahren hätten angesetzt werden sollen. Die Beantwortung dieser Frage kann dahingestellt bleiben, da die Anleihen mit einer Restlaufzeit von 25 Jahren bei der derzeitigen Zinsstrukturkurve eine geringere Verzinsung aufweisen. Die Ermittlung eines glättenden Durchschnittswerts wirkt aktuell also tendenziell ausgleicherhöhend.

Auf Grundlage der Daten zum 6. Oktober 2022 ergibt sich eine durchschnittliche Verzinsung von 3,12 %. Legt man die durchschnittlichen Verzinsungen über einen Zeitraum von einem bzw. drei Monaten vor dem 6. Oktober 2022³⁰³ zugrunde, um Volatilitäten des Marktes auszugleichen, ergibt sich jeweils eine durchschnittliche Verzinsung von 2,80 %.

Im Ergebnis hat der Bewertungsgutachter unter Würdigung der Ergebnisse dieser drei Ansätze einen auf 3,0 % gerundeten Zinssatz für die Verrentung des anteiligen Unternehmenswerts angesetzt.

Zusammenfassend ist als Ergebnis unserer Prüfung des Verrentungzinssatzes festzuhalten, dass die Anknüpfung an das Zahlungsausfallrisiko des Garanten praxisüblich und nach unserer Auffassung auch sachgerecht ist. Sie ist auch von Gerichten anerkannt.³⁰⁴ Wir konnten auch die Herleitung des konkret angesetzten Verrentungzinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren.

³⁰³ In Anlehnung an § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO und unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des BGH zum Börsenkurs als Untergrenze einer Abfindung sowie der ständigen Rechtsprechung zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf einen Drei-Monats-Zeitraum.

³⁰⁴ Zu vergleichbaren Fällen beispielsweise: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278.

Der garantierte Ausgleich ergibt sich aus dem mit diesem Zinssatz in eine jährlich gleichbleibende Zahlung verrenteten Unternehmenswert in der von der Rechtsprechung geforderten Berechnung³⁰⁵ wie folgt:³⁰⁶

ADVA Festgelegte Ausgleichszahlung	Mit KSt, SolZ belastet	Nicht mit KSt, SolZ belastet	Gesamt
Wert je Aktie	13,71	3,50	17,21
Verrentungszinssatz	3,00%	3,00%	3,00%
Netto-Ausgleichszahlung je Aktie	0,41	0,10	0,52
Zuzüglich KSt und SolZ	0,08		0,08
Brutto-Ausgleichszahlung je Aktie	0,49	0,10	0,59

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung

Prüfungsergebnis

Die Ausgleichszahlung wurde dementsprechend mit € 0,52 je Stückaktie festgelegt. Ohne Berücksichtigung des Abzugs von KSt nebst SolZ wird ein Brutto-Ausgleichsbetrag von € 0,59 je Stückaktie zugesichert. Das halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

Bei einer künftigen Änderung der Steuersätze von KSt und SolZ verändert sich gemäß § 4 Abs. 2 des Vertrags die Höhe des vorstehend anhand der aktuellen Verhältnisse berechneten Netto-Ausgleichs.

Dies ist vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des BGH sachgerecht.

Wir konnten auch die zugehörigen Berechnungen ohne Beanstandungen abstimmen.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (22. Oktober 2022) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV der ADVA SE über den Abschluss des Vertrags (30. November 2022) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung von ADVA ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen eine Ausgleichszahlung ergäbe, die die im Entwurf des Vertrags festgelegte Ausgleichszahlung übersteigt.

Vor dem Hintergrund der derzeit steigenden Renditen für risikolose Bundesanleihen und Unternehmensanleihen kann zum Bewertungsstichtag eine Erhöhung der Ausgleichszahlung notwendig werden. Eine Erhöhung des risikolosen Zinssatzes (Basiszinssatz) wirkt c.p. unternehmenswertmindernd. Die Ausgleichszahlung leitet sich aus dem Unternehmenswert ab und wird dadurch – isoliert betrachtet – geringer. Sollte sich der Verrentungszinssatz in demselben Umfang erhöhen, übersteigt dieser Effekt c.p. den Effekt aus einer Minderung des Unternehmenswerts, so dass sich die Ausgleichszahlung bei einer Erhöhung der Zinssätze in demselben Umfang im Ergebnis c.p. erhöht.

Der Bewertungsgutachter hat Szenarien berechnet, in denen sich der Basiszinssatz und der Verrentungszinssatz gleichgerichtet um jeweils 0,25 Prozentpunkte erhöhen. Dabei hat er gleichzeitig berücksichtigt, dass bei einer Erhöhung des Basiszinssatzes auf mindestens 2,0 % nicht auszuschließen ist, dass die Marktrisikoprämie in geringerer Höhe anzusetzen wäre. In den Szenarien, bei denen anteilige Unternehmenswert unterhalb des durchschnittlichen Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung unter-

³⁰⁵ Garantie eines Brutto-Ausgleichs (vor KSt einschließlich SolZ).

³⁰⁶ Die Tabelle enthält die gerundeten Zahlen für jede einzelne Komponente der Ausgleichszahlung. Maßgeblich sind die Brutto-Ausgleichszahlung (€ 0,59 je ADVA-Aktie) und die Netto-Ausgleichszahlung (€ 0,52 je ADVA-Aktie). Somit werden für KSt einschließlich SolZ € 0,07 je ADVA-Aktie abgezogen. Die rechnerische Belastung mit KSt einschließlich SolZ beträgt gerundet € 0,08 je ADVA-Aktie.

schritten wird, hat der Bewertungsgutachter diesen (€ 15,85 je ADVA-Aktie) verrentet. Alle übrigen Parameter der Bewertung wurden nicht verändert (c.p.).

In der Gutachtlichen Stellungnahme sind diese Szenarien in einer Tabelle verdichtet dargestellt. In dieser Tabelle werden die Veränderungen der Ausgleichszahlung (brutto und netto) bei einer Veränderung des Verrentungszinssatzes aufgeführt

Nach den von uns ohne Beanstandungen verifizierten Berechnungen der Szenarien ergeben sich Brutto- und Netto-Ausgleich je ADVA-Aktie bei einer Veränderung des Verrentungszinssatzes wie folgt:

ADVA Szenariobetrachtung – Verrentungszinssatz	Ausgleichszahlung	
	€ brutto	€ netto
3,00%	0,59	0,52
3,25%	0,62	0,54
3,50%	0,68	0,59
3,75%	0,70	0,61
4,00%	0,73	0,63
4,25%	0,77	0,67
4,50%	0,82	0,71
4,75%	0,87	0,75
5,00%	0,91	0,79
5,25%	0,96	0,83
5,50%	1,00	0,87

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

Wir können bestätigen, dass sich bei einer Veränderung der Verhältnisse zwischen dem Tag der Zeichnung unseres Prüfungsberichts (22. Oktober 2022) und dem Tag der über den Vertrag beschlussfassenden HV der ADVA SE (30. November 2022), die diesen Szenarien entsprechen (c.p.), die dargestellten Veränderungen der Ausgleichszahlung ergeben.

Wir weisen an dieser Stelle darauf hin, dass sich die der Berechnung zugrunde liegenden Parameter theoretisch auch gegenläufig verändern können bzw. die erwarteten Erhöhungen des Basiszinssatzes und des Verrentungszinssatzes zumindest nicht in demselben Umfang erfolgen können. Zudem können sich auch andere Parameter der Bewertung verändern.

Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden HV der ADVA SE Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen.

E. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ADVA Optical Networking SE und der ADTRAN Holdings, Inc. geprüft.

Dieser enthält die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig und entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

Zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen wir die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen ein Betrag in Höhe von € 0,52 netto je Stückaktie von ADVA, den die außenstehenden Aktionäre der ADVA Optical Networking SE als Ausgleichszahlung für jedes nachfolgende volle Geschäftsjahr erhalten sowie die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der ADVA Optical Networking SE je Stückaktie ihrer Gesellschaft eine Barabfindung in Höhe von € 17,21 erhalten, angemessen. Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag von € 0,59 je Stückaktie der ADVA Optical Networking SE abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen im Hinblick auf die Entscheidung II ZB 17/01 des Bundesgerichtshofs vom 21. Juli 2003.“

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der ADVA Optical Networking SE haben sich nicht ergeben.

Düsseldorf, den 22. Oktober 2022

ADKLAG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer



ppa. Axel Augustin
Wirtschaftsprüfer

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Meiningen

Az.: HK O 15/22



Beschluss

In dem Rechtsstreit

- 1) **ADTRAN Holdings, Inc. Corporation Trust Center**, vertreten d.d. Vorstand, 1209 Orange Street, Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten von Amerika
- Antragstellerin -

Bevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Kirkland & Ellis International LLP**, Herrn Dr. Achim Herfs, Maximilianstraße 11, 80539 München

- 2) **ADVA Optical Networking SE**, vertreten durch d. Vorstand, Märzenquelle 1-3, 98617 Meiningen
- Antragstellerin -

Bevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Hogan Lovells International LLP**, Karl-Schamagl-Ring 5, 80539 München

wegen Antrag auf Bestellung eines Vertragsprüfers

hat die Kammer für Handelssachen des Landgerichts Meiningen durch

Richter am Landgericht Dr. Kliebisch

am 22.07.2022

beschlossen:

1. Die zwischen ADTRAN und ADVA Optical Networking SE beabsichtigte Vereinbarung über den Abschluss eines Beherrschungsvertrags oder eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Sinne von § 291 Abs. 1 AktG zwischen ADVA Optical Networking SE als beherrschtem Unternehmen und ADTRAN (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Jena HRB 508155) als beherrschendem Unternehmen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ist gemäß § 293b Abs. 1 AktG durch einen sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) zu prüfen und wird für beide beteiligten Gesellschaften durch einen gemeinsamen Vertragsprüfer geprüft (§ 293c Abs. 1 Satz 1 Var. 1, Satz 2 AktG).

2. Zum Sachverständigen Vertragsprüfer wird bestellt:

Wirtschaftsprüfer Wolfgang Wagner

ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Breite Straße 29-31

40213 Düsseldorf

3. Dem Prüfer steht gegen den Hauptaktionär ein Anspruch auf Ersatz angemessener Auslagen und ein Vergütungsanspruch zu (§§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 c Abs. 1 Satz 5 AktG, § 318 Abs. 5 HGB). Soweit sich Hauptaktionär und Prüfer ausnahmsweise nicht einigen können, setzt das Gericht Auslagen und Vergütung fest. Diese Vergütung liegt regelmäßig über der Vergütung, die auf der Basis des Gesetzes über die Entschädigung von Zeugen und Sachverständigen entstünde. Die Kammer bittet daher, der Hauptaktionär soll sich darüber erklären, dass ggf. mit einer über dem gesetzlichen Satz liegenden Vergütung Einverständnis besteht.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die gerichtliche Bestellung des sachverständigen Prüfers steht dem Hauptaktionär das Recht der Beschwerde zu (§§ 327c Abs. 2 S. 4, 293c Abs. 2 iVm § 10 Abs. 4 UmwG, § 58 FamFG)

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

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

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

Elektronische Dokumente müssen

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

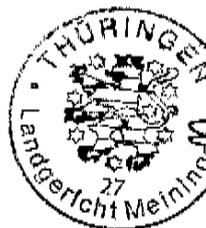
Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

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

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

gez.

Dr. Kliebisch
Richter am Landgericht



Beglaubigt
Meiningen, 22.07.2022

Steger, Justizsekretärin
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

**Beherrschungs- und Gewinnabführungs-
vertrag**

**Domination and Profit and Loss
Transfer Agreement**

zwischen

by and between

ADVA Optical Networking SE

Märzenquelle 1-3, 98617 Meinigen OT Dreißigacker

eingetragen im Handelsregister des Amtsge-
richts Jena (HRB 508155)

registered at the commercial register of the
local court Jena (HRB 508155)

– *ADVA* –

und

and

ADTRAN Holdings, Inc.,

Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, Wilmington, New Castle County, Delaware,
United States of America,

eine Aktiengesellschaft (*corporation*) nach
dem Recht des Bundesstaates Delaware
(Vereinigte Staaten von Amerika), eingetra-
gen im *Division of Corporations* des Bundes-
staates Delaware (Vereinigte Staaten von
Amerika) unter der Nummer 6141966

a corporation organized under the laws of
the State of Delaware (United States of
America), registered in the Division of
Corporations of the State of Delaware
(United States of America) under number
6141966

– *ADTRAN Holdings* –

§ 1

Leitung

(1) ADVA unterstellt ADTRAN Holdings die Leitung ihrer Gesellschaft ab dem Zeitpunkt der Wirksamkeit dieses Vertrags. Dementsprechend ist ADTRAN Holdings berechtigt, dem Vorstand der ADVA in Bezug auf die Leitung der ADVA sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.

§ 1

Managerial Control

(1) ADVA agrees that the management of its company shall be under the control of ADTRAN Holdings as from the date of the effectiveness of this Agreement. Accordingly, ADTRAN Holdings shall be entitled to give instructions to the management board of ADVA with respect to the management of ADVA in general or on a case by case basis.

- | | |
|---|---|
| <p>(2) Der Vorstand der ADVA ist verpflichtet, Weisungen der ADTRAN Holdings nach § 1 Abs. 1 und in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.</p> <p>(3) ADTRAN Holdings kann dem Vorstand der ADVA keine Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags erteilen.</p> <p>(4) Weisungen bedürfen der Textform nach § 126b BGB oder sind, sofern sie mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen, sofern der Vorstand dies verlangt.</p> | <p>(2) The management board of ADVA is required to comply with the instructions of ADTRAN Holdings as specified in § 1 para. 1 and in accordance with § 308 AktG.</p> <p>(3) ADTRAN Holdings shall not be entitled to give instructions to the management board of ADVA pertaining to amending, maintaining, or terminating this agreement.</p> <p>(4) Any instructions require text form according to § 126b BGB or, if the instructions are given orally, they shall be confirmed in text form without undue delay, if requested by the management board.</p> |
|---|---|

§ 2
Gewinnabführung

- (1) ADVA verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an ADTRAN Holdings abzuführen. Vorbehaltlich der Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 ist der nach § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag abzuführen.
- (2) ADVA kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der ADTRAN Holdings Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Während der Vertragslaufzeit gebildete andere Gewinnrücklagen sind auf schriftliches oder in Textform nach § 126b BGB erfolgendes Verlangen der ADTRAN

§ 2
Transfer of Profit

- (1) ADVA undertakes to transfer its entire annual profit (*Gewinnabführung*) to ADTRAN Holdings. Subject to establishing or dissolving reserves in accordance with § 2 para. 2, the maximum amount permissible under § 301 AktG, as amended from time to time, shall be transferred.
- (2) If and to the extent permissible under commercial law and economically justified by reasonable commercial judgment, ADVA may, with the consent of ADTRAN Holdings in writing or text form according to § 126b BGB, allocate parts of its annual profit to other profit reserves. Other profit reserves which have been created during the term of this agreement shall be liquidated upon request of ADTRAN Holdings in writing or text form according

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

- (3) Die Verpflichtung zur Abführung des gesamten Gewinns besteht erstmals für das Geschäftsjahr der ADVA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr der ADVA fällig.

§ 3

Verlustübernahme

- (1) ADTRAN Holdings ist nach § 302 Abs. 1 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags der ADVA verpflichtet. Die Vorschrift des § 302 AktG ist in ihrer Gesamtheit in der jeweils geltenden Fassung anzuwenden.
- (2) Die Verpflichtung zum Ausgleich des gesamten Jahresfehlbetrags besteht erstmals für das Geschäftsjahr der ADVA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung wird in jedem Fall zum Ende eines Geschäftsjahrs der ADVA fällig.
- (3) Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahrs, insbeson-

to § 126b BGB and used to compensate any annual deficit for the financial year or be transferred as profit. Other reserves or profits carried forward from the period prior to the term of this agreement may neither be transferred as profit nor be used to compensate for any annual deficit.

- (3) The obligation to transfer the annual profit applies for the first time to the entire profits generated in the fiscal year of ADVA in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2. In each case, the obligation becomes due with the approval of the respective annual financial statement of ADVA.

§ 3

Balancing of Losses

- (1) ADTRAN Holdings is obliged pursuant to § 302 para. 1 AktG, as amended from time to time, to balance each year any annual net loss of ADVA that would otherwise arise during the term of this agreement. The provision of § 302 AktG applies in its entirety, as amended from time to time.
- (2) The obligation to balance any losses applies for the first time to the entire losses generated in the fiscal year of ADVA in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2. In each case, the obligation becomes due at the end of the respective fiscal year of ADVA.
- (3) In the event this agreement is terminated during a fiscal year, and specifically in the event of termination for

dere durch eine Kündigung aus wichtigem Grund, ist ADTRAN Holdings zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags der ADVA, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt, verpflichtet.

§ 4

Ausgleichszahlung

- (1) ADTRAN Holdings verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der ADVA für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG die Zahlung einer wiederkehrenden Geldleistung (**Ausgleichszahlung**) zu zahlen.
- (2) Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der ADVA für jede nennwertlose Inhaberaktie der ADVA mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 (jede einzelne eine **ADVA Aktie**, insgesamt die **ADVA Aktien**) brutto EUR 0,59 (**Bruttoausgleichsbetrag**), abzüglich eines etwaigen Betrags für Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe des für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr jeweils geltenden Steuersatzes (**Nettoausgleichsbetrag**), wobei dieser Abzug nur auf den Teil des Bruttoausgleichsbetrags, der sich auf die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinne bezieht, vorzunehmen ist. Am Tag des Abschlusses dieses Vertrags beträgt die Körperschaftsteuer 15 % und der Solidaritätszuschlag 5,5 %. Dementsprechend ergibt sich am Tag des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe

cause (*wichtiger Grund*), ADTRAN Holdings is required to balance the losses of ADVA as shown in the balance sheet to be drawn up as of the date of the effectiveness of the termination in accordance with applicable accounting rules.

§ 4

Recurring Compensation Payment

- (1) ADTRAN Holdings undertakes to pay to outside shareholders of ADVA as adequate compensation pursuant to § 304 para. 1 AktG a recurring cash compensation (**Recurring Compensation Payment**) (*Ausgleich*) as long as this agreement is in effect.
- (2) The Recurring Compensation Payment payable for each full fiscal year of ADVA with respect to each no-par value bearer share of ADVA (*Namensaktie ohne Nennbetrag*), each with a notional value of EUR 1.00 (each a **ADVA Share**, together the **ADVA Shares**), shall be equal to EUR 0.59 gross (**Gross Compensation Amount**), less any amount of corporate income tax (*Körperschaftsteuer*) and solidarity surcharge (*Solidaritätszuschlag*) at the prevailing rate of these taxes for the relevant fiscal year (**Net Compensation Amount**), provided that this deduction is to be effected only on such portion of the Gross Compensation Amount that relates to profits subject to German corporate income tax. As of the date of the execution of this agreement, the corporate income tax amounted to 15% and the solidary surcharge amounted to 5.5%. When applied to the Gross Compensation

von EUR 0,52 je ADVA Aktie für ein volles Geschäftsjahr der ADVA. Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag einbehalten werden.

Amount which is subject to German corporate income tax and rounded to a full cent amount in accordance with commercial practices and then deducted, the resulting amount as of the date of the execution of this agreement is a Recurring Compensation Payment of EUR 0.52 for each ADVA Share for an entire fiscal year of ADVA. For the avoidance of doubt, it is agreed that any withholding tax (such as capital gains tax plus solidarity surcharge thereon) shall be withheld from the Net Compensation Amount to the extent required by statutory law.

(3) Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung der ADVA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.

(3) The Recurring Compensation Payment is due on the third banking day (Frankfurt am Main) following the ordinary general shareholders' meeting of ADVA for the respective preceding fiscal year, but in any event within eight months following expiration of this fiscal year.

(4) Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der ADVA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird, gewährt und wird gemäß § 4 Abs. 3 erstmals nach der ordentlichen Hauptversammlung der ADVA im darauffolgenden Jahr gezahlt.

(4) The Recurring Compensation Payment is first granted for the fiscal year of ADVA in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2, and will be paid for the first time in accordance with § 4 para. 3 after the ordinary general shareholders' meeting of ADVA in the following year.

(5) Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahrs der ADVA endet oder ADVA während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.

(5) If this agreement ends during a fiscal year of ADVA or if ADVA establishes a short fiscal year (*Rumpfgeschäftsjahr*) during the term of this agreement, the Gross Compensation Amount is reduced to *pro rata temporis* for the relevant fiscal year.

- (6) Falls das Grundkapital der ADVA aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je ADVA Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der ADVA durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neu ausgegebenen Aktien nach diesem § 4 korrespondiert mit dem von ADVA bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Zeitpunkt zur Gewinnanteilsberechtigung.
- (6) If the share capital of ADVA is increased from own funds of ADVA in exchange for the issuance of new shares, the Gross Compensation Amount per ADVA Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Gross Compensation Amount remains unchanged. If the share capital is increased by the issuance of new shares against cash contributions and/or contributions in kind, the rights under this § 4 also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase. The beginning of the entitlement to rights under this § 4 in respect of the newly issued shares follows the beginning of entitlement to dividends as set out by ADVA at the time of issuance of the new shares.
- (7) Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz ("**SpruchG**") eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Ausgleichszahlung vereinbart wird, können auch die bereits nach Maßgabe des § 5 abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.
- (7) If appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) are initiated in accordance with the German Appraisal Proceedings Act ("**SpruchG**") and the court legally determines a higher Recurring Compensation Payment or if a higher Recurring Compensation Payment is agreed in a court-recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*) to terminate appraisal proceedings or in a settlement in written proceedings in accordance with § 11 (4) SpruchG, the outside shareholders already compensated in accordance with clause § 5 may also demand a corresponding supplement to the Recurring Compensation Payments already received by them, to the extent provided by law.

§ 5
Abfindung

- (1) ADTRAN Holdings verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der ADVA dessen ADVA Aktien gegen eine Barabfindung (*Abfindung*) in Höhe von EUR 17,21 je ADVA Aktie zu erwerben.
- (2) Die Verpflichtung der ADTRAN Holdings zum Erwerb der ADVA Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der ADVA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung der angemessenen Ausgleichszahlung oder der angemessenen Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt; in diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.
- (3) Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 genannten Frist das Grundkapital der ADVA aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Abfindung je ADVA Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der ADVA bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 genannten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird,

§ 5
Compensation

- (1) ADTRAN Holdings undertakes upon demand of any outside shareholder of ADVA to purchase the ADVA Shares tendered by such shareholder in exchange for a cash compensation (*Compensation*) (*Abfindung*) in the amount of EUR 17.21 for each ADVA Share.
- (2) The obligation of ADTRAN Holdings to acquire ADVA Shares is limited in time. The time limitation period ends two months after the date on which the entry of the existence of this agreement has been published in the commercial register at the registered seat of ADVA pursuant to § 10 HGB. An extension of the time limitation period pursuant to § 305 para. 4 sent. 3 AktG as a result of a filing for determination of the adequate Recurring Compensation Payment or the adequate Compensation by a court pursuant to § 2 SpruchG remains unaffected; in this event, the time limitation period shall expire two months after the date on which the decision on the last motion disposed has been published in the Federal Gazette (*Bundesanzeiger*).
- (3) If the share capital of ADVA is increased from own funds of ADVA in exchange for the issuance of new shares prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2, the Compensation for each ADVA Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Compensation remains unchanged. If the share capital of ADVA is increased by the issuance of new shares against cash

gelten die Rechte aus diesem § 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.

contributions and/or contributions in kind prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2, the rights under this § 5 also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase.

- (4) Die Übertragung der ADVA Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der ADVA kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.
- (4) The transfer of ADVA Shares in exchange for Compensation is without charge to outside shareholders of ADVA, provided that they have a domestic securities deposit account.
- (5) Falls ein Spruchverfahren nach dem SpruchG eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Abfindung vereinbart wird, können auch die bereits abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.
- (5) If appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) are initiated in accordance with the SpruchG and the court legally determines a higher Compensation, or if a higher Compensation is agreed in a court-recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*) to terminate appraisal proceedings or in a settlement in written proceedings in accordance with Sec. 11 (4) SpruchG, the outside shareholders who have already received the Compensation may also demand a corresponding supplement to the Compensation, to the extent provided by law.
- (6) Falls dieser Vertrag durch Kündigung der ADVA oder ADTRAN Holdings zu einem Zeitpunkt endet, zu dem die Frist nach § 5 Abs. 2 für den Erwerb der ADVA Aktien durch ADTRAN Holdings gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 abgelaufen ist, hat jeder außenstehende Aktionär der ADVA das Recht, seine ADVA Aktien, die er im Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags hält, ADTRAN Holdings gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 anzubieten und ADTRAN
- (6) If this agreement ends upon termination by ADVA or ADTRAN Holdings at a time when the period pursuant to § 5 para. 2 to tender the ADVA Shares to ADTRAN Holdings against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 has expired, every outside shareholder of ADVA is entitled to tender the ADVA Shares held at the time of termination of this agreement to ADTRAN Holdings against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 and AD-

Holdings ist verpflichtet, die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen ADVA Aktien zu erwerben. Falls die Abfindung nach § 5 Abs. 1 für jede ADVA Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen gerichtlich protokollierten Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, wird ADTRAN Holdings die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen ADVA Aktien gegen Zahlung der im Spruchverfahren oder im gerichtlich protokollierten Vergleich festgesetzten Abfindung erwerben. Das Recht unter diesem § 5 Abs. 6 ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der ADVA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. § 5 Abs. 3 und § 5 Abs. 4 gelten entsprechend.

§ 6

Auskunftsrecht

- (1) ADTRAN Holdings ist berechtigt, Bücher und Schriften der ADVA jederzeit einzusehen.
- (2) Der Vorstand der ADVA ist verpflichtet, ADTRAN Holdings jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der ADVA zu geben.
- (3) Unbeschadet der vorstehenden Rechte ist ADVA verpflichtet, ADTRAN Holdings

TRAN Holdings shall be obliged to acquire the ADVA Shares tendered by the outside shareholder. If the Compensation pursuant to § 5 para. 1 for each ADVA Share is increased as a result of non-appealable appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) or as a result of a judicially recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*) in order to avert or terminate appraisal proceedings (*Spruchverfahren*), ADTRAN Holdings will acquire the ADVA Shares tendered by the outside shareholders against payment of the Compensation for each ADVA Share as determined in the appraisal proceedings or judicially recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*). The right of disposal as set forth in this § 5 para. 6 is limited in time. The time limitation periods ends two months after the date on which the registration of the termination of this agreement has been published in the commercial register at the registered seat of ADVA pursuant to § 10 HGB. § 5 para. 3 and § 5 para. 4 apply accordingly.

§ 6

Right to Information

- (1) ADTRAN Holdings is entitled to inspect the books and records of ADVA at any time.
- (2) The management board of ADVA is obliged to supply ADTRAN Holdings at any time with all requested information on all matters relating to ADVA.
- (3) Notwithstanding the rights above, ADVA is required to keep ADTRAN

über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.

- (4) Solange es sich bei ADVA um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, sind die Parteien verpflichtet, die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, insbesondere die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014, einzuhalten.

§ 7

Wirksamwerden und Dauer des Vertrags

- (1) Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der ADVA.
- (2) Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der ADVA eingetragen worden ist, frühestens jedoch zu Beginn des am 1. Januar 2023 beginnenden Geschäftsjahres von ADVA.
- (3) Dieser Vertrag wird für die Zeit bis zum Ablauf des zweiten (2.) Geschäftsjahres von ADVA, das nach der Eintragung dieses Vertrags im Handelsregister beginnt, fest abgeschlossen ("**Erstlaufzeit**"). Mit Ablauf der Erstlaufzeit und jeder nachfolgenden Folgelaufzeit (wie unten definiert) verlängert sich dieser Vertrag automatisch jeweils um weitere zwei Geschäftsjahre von ADVA (jeweils eine "**Folgelaufzeit**"), falls er nicht sechs Monate vor Ablauf der Erstlaufzeit oder der betreffenden Folgelaufzeit von einer Partei schriftlich gekündigt wird. Sonstige Rechte zur ordentlichen Kündigung sind ausgeschlossen.

Holdings continuously informed on the business development and, specifically, on material transactions.

- (4) As long as ADVA is a publicly listed stock corporation the Parties are obliged to comply with the capital market law requirements, in particular with Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014.

§ 7

Effectiveness and Term of this Agreement

- (1) This agreement requires for its effectiveness the consent of the general shareholders' meeting of ADVA.
- (2) This agreement becomes effective upon registration of its existence in the commercial register at the registered seat of ADVA, however, at the earliest, upon the beginning of the fiscal year of ADVA beginning on 1 January 2023 .
- (3) This Agreement is entered into for a fixed term until the end of ADVA's second (2nd) fiscal year, which begins after the registration of this Agreement in the commercial register ("**Initial Term**"). Upon expiration of the Initial Term and each subsequent Term (as defined below), this Agreement shall automatically renew for an additional two fiscal years of ADVA (each a "**Subsequent Term**") unless terminated in writing by either party six months prior to the expiration of the Initial Term or the relevant Subsequent Term. Any other rights of ordinary termination are excluded.

- (4) Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Falls ADTRAN Holdings nach diesem Vertrag bestehende Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt, soll ADVA die ADTRAN Holdings hiervon unterrichten und ihr einen Monat Zeit zur Erfüllung geben, bevor ADVA diesen Vertrag aus wichtigem Grund kündigt. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.
- (5) Insbesondere sind die Vertragsparteien zur Kündigung aus wichtigem Grund berechtigt, sofern:
- (a) ADTRAN Holdings wegen einer Veräußerung der ADVA Aktien, einer Einbringung der ADVA Aktien in eine andere Gesellschaft oder eines anderen Grunds in der Hauptversammlung der ADVA nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte zusteht; oder
 - (b) ein Rechtsformwechsel, eine Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer der Vertragsparteien stattfindet.
- (6) Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tags, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tags, an dem die Kündigung zugeht.
- (7) Endet dieser Vertrag, hat ADTRAN Holdings den Gläubigern der ADVA nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.
- (4) Each party may terminate this agreement for cause (*aus wichtigem Grund*) without compliance with any notice period. If ADTRAN Holdings fails to perform any of its payment obligations under this agreement, ADVA shall give notice to ADTRAN Holdings and grant a period of one month to cure the default before terminating this agreement for cause. § 297 para. 1 sent. 2 AktG remains unaffected.
- (5) The parties to this agreement are entitled to terminate this agreement in particular, but without limitation to, if one of the following events occurs:
- (a) ADTRAN Holdings ceases to hold the majority of the voting rights in the general shareholders' meeting of ADVA as a result of a disposal of ADVA Shares, or a contribution of ADVA Shares to another entity, or for another reason; or
 - (b) a change in legal form, merger, demerger or liquidation of one of the parties to this agreement.
- (6) In the event of termination for cause without notice, this agreement lapses at the end of the date stated in the notice of termination, provided that this date is no earlier than the day on which notice of termination is served.
- (7) If the agreement is terminated, ADTRAN Holdings must furnish security to the creditors of ADVA under the conditions set forth in § 303 AktG.

(8) Die Kündigung muss schriftlich erfolgen.

(8) Any notice of termination must be in writing.

§ 8

Schlussbestimmungen

(1) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder nicht durchsetzbar sein oder werden, ist davon die Gültigkeit, Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt. Anstelle der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung gilt eine wirksame, durchführbare und durchsetzbare Bestimmung, die dem wirtschaftlich Gewollten und dem mit der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung Bezweckten am nächsten kommt. Entsprechendes gilt für den Fall einer unbeabsichtigten Lücke dieses Vertrags. Die Parteien vereinbaren, dass durch das Vorstehende nicht nur eine Beweislastumkehr eintritt, sondern auch die Anwendbarkeit des § 139 BGB ausgeschlossen ist.

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

(3) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.

§ 8

Miscellaneous

(1) Should any provision of this agreement be or become invalid, ineffective or unenforceable as a whole or in part, the validity, effectiveness and enforceability of the remaining provisions shall not be affected thereby. Any such invalid, ineffective or unenforceable provision shall be deemed replaced by such valid, effective and enforceable provision as comes closest to the economic intent and the purpose of such invalid, ineffective or unenforceable provision. The aforesaid shall apply analogously to any unintended gap in this agreement. The parties agree that the aforesaid shall not only reverse the burden of proof but that the application of § 139 BGB shall be excluded in its entirety as well.

(2) The parties explicitly declare that this agreement is not intended to form a legal unity (§ 139 BGB) with other legal transactions or agreements which are or will be concluded and/or effected between the parties.

(3) Amendments and supplements to this agreement must be in writing to be effective. This specifically applies to this clause requiring written form as well. § 295 AktG applies.

- (4) Dieser Vertrag unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland unter Ausschluss der Bestimmungen des Internationalen Privatrechts. Soweit rechtlich zulässig, ist Frankfurt am Main Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.
- (4) This agreement is subject to German law under exclusion of its provisions on private international law. As far as legally permissible, Frankfurt am Main is the place of performance for reciprocal obligations and the exclusive legal venue.
- (5) Nur der deutsche Text dieses Vertrags ist rechtsverbindlich. Der englische Text ist nicht Teil des Vertrags und nur eine unverbindliche Übersetzung.
- (5) Only the German text of this agreement is legally binding. The English text is not part of this agreement and a non-binding convenience translation only.

ADVA Optical Networking SE

Meiningen, den [[●]. [●] 2022] / the [[●]. [●] 2022]

Dr. Christoph Glingener

Vorsitzender des Vorstands
Chief Executive Officer

Ulrich Dopfer

Mitglied des Vorstands
Chief Financial Officer

Scott St. John

Mitglied des Vorstands
Chief Marketing and Sales Officer

ADTRAN Holdings, Inc.

Huntsville (Alabama, USA), [[●]. [●] 2022] / [[●]. [●] 2022]

Thomas R. Stanton

Chief Executive Officer and Chairman of the Board

Michael Foliano

Senior Vice President and Chief Financial Officer

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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