

Bericht über die Prüfung

der Angemessenheit der Barabfindung für die  
beabsichtigte Übertragung der Aktien der  
Minderheitsaktionäre der

**Agosi Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt  
AG, Pforzheim,**

auf die

**Umicore International AG, Pforzheim**

gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m.

§§ 327c Abs. 2 Satz 2, 293e Abs. 1 AktG

## Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
A&M	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München
Agosi AG Gesellschaft oder Unternehmen	Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt AG, Pforzheim
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Allgemeine Suisse	Allgemeine Suisse SA, Yverdon-les-Bains
B2B	Business to Business
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BewP	Bewertungspraktiker
BGH	Bundesgerichtshof
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
bspw.	beispielsweise
BU	Business Unit
B.V.	“Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid”(= Niederländische GmbH)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
CF	Corporate Finance Magazin
CIQ	Capital IQ
CoC	Chain of Custody Zertifizierung
COGS	Costs of goods sold
CuOxide	Clusters Govern Catalytic Oxidation
Deloitte Bewertungsgutachterin	Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation & amortization
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungs- gesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
et al	und andere
EUR	Euro
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesell- schaft, Stuttgart
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
Freshfields	Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuer- berater PartG mBB, Frankfurt
FTE	Full Time Equivalent
GAAP	Generally accepted accounting principles

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
Galvanotechnik	Umicore Galvanotechnik GmbH, Schwäbisch Gmünd
GJ	Geschäftsjahr
gl. A.	gleicher Ansicht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW Fachnachrichten
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMK	Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung
Inc.	Incorporated
JIM	Jewelry & Industrial Metals
LBMA	London Bullion Market Association
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
Ltd.	Limited
MDS	Metal Deposition Solutions
MEUR	Millionen Euro
MOz	Millionen Unzen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
NCI	Non-current inventory
Ögussa	Österreichische Gold- und Silber-Scheideanstalt Gesellschaft mbH, Wien
OLG	Oberlandesgericht
Oz	Unzen
p. a.	per annum (pro Jahr)
Philoro	Philoro Edelmetalle GmbH, Wien
Plc	Public Limited Company
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
R2R	Reel-to-Reel
RDL	Redistribution Layers
RJC	Responsible Jewellery Council
Samos	Shinhao Materials LLC, Suzhou
Schöne Edelmetaal	Schöne Edelmetaal B.V., Amsterdam
SolZ	Solidaritätszuschlag
TIS	Trading inventory to sell
TOz	Tausend Unzen
UBS	UBS Group AG, Zürich
Umicore AG	Umicore International AG, Pforzheim
Umicore NV	Umicore NV/SA, Brüssel

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
UmwG	Umwandlungsgesetz
UPMT	Umicore Precious Metals (Thailand) Limited, Bangkok
WKN	Wertpapier-Kennnummer
WLP	Wafer-Level Packaging
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG-Angebotsverordnung	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
ZB	Zentralbank
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
ZPO	Zivilprozessordnung

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327a ff. AktG	6
2.1. Übertragungsbeschluss	6
2.2. Bericht des Hauptaktionärs	6
2.3. Prüfungsbericht	7
3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	8
3.1. Ertragswert	8
3.2. Liquidationswert	12
3.3. Substanzwert i. S. d. IDW	14
3.4. Börsenkurs	14
3.5. Vergleichsorientierte Bewertung	16
3.6. Vorerwerbe durch die Umicore International AG	17
3.7. Ergebnis	17
4. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	19
5. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	22
5.1. Bewertungsobjekt	22
a) Rechtliche Verhältnisse	22
b) Business Units	26
c) Allgemeines Geschäftsmodell	26
d) Ergebnis	31
5.2. Bewertungsstichtag	32
5.3. Ertragswert	33
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	33
b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse	37
c) Operative Planungsrechnung	49
d) Weitere Planungskomponenten	78
e) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung	80
f) Kapitalisierungszinssatz	82
g) Wachstumsabschlag	96

h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	101
i) Ertragswertberechnung	102
5.4. Sonderwerte	106
5.5. Unternehmenswert	106
5.6. Börsenkurs	106
5.7. Vergleichsorientierte Bewertung	110
5.8. Sensitivitäten	111
5.9. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	112
6. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung und Ausgleichszahlung	113

## Anlagenverzeichnis

Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 10. März 2021	Anlage 1
Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 19. März 2021	Anlage 2
Planungsrechnung Projekt Samos	Anlage 3
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 4

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

## 1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

**Umicore International AG, Pforzheim,**

(im Folgenden auch „Umicore AG“),

und die

**Agosi Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt AG, Pforzheim,**

(im Folgenden auch „Agosi AG“ oder „Gesellschaft“),

beabsichtigen eine Konzernverschmelzung gem. § 62 UmwG und somit den Ausschluss (Squeeze-out) der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung gem. § 62 Abs. 5 in Verbindung mit §§ 327a, Abs. 1, 327b, Abs. 1, 327c, Abs. 1 AktG. Die Angemessenheit des Unternehmenswerts und der Barabfindung ist gem. §§ 60, 9, Abs. 1, 10, Abs. 1 UmwG. durch einen oder mehrere Sachverständige Prüfer zu prüfen. Das Landgericht Mannheim hat uns auf Antrag der Umicore AG (vormals: Umicore International GmbH) ausgewählt und mit Beschluss vom 10. März 2021 (Anlage 1), konkretisiert durch Beschluss vom 19. März 2021 (Anlage 2) gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 293c AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt.

Wir bestätigen, dass wir bei unserer Prüfung die nach § 321 Abs. 4a HGB anwendbaren Vorschriften zur Unabhängigkeit analog beachtet haben.

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

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts und der Ableitung der Barabfindung haben sich der Vorstand der Umicore AG der sachverständigen Unterstützung durch die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München (nachfolgend „Deloitte“ oder „Bewertungsgutachterin“), bedient, die hierzu eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Agosi AG zum 28. Juli 2021 und zur Ableitung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG (nachfolgend „Gutachtliche Stellungnahme“) abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der Agosi AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der Umicore AG und dem Vorstand der Agosi AG jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung in der Zeit vom 22. März bis zum 14. Juni 2021 in unserem Büro in Köln durchgeführt. Dabei haben wir unsere Prüfungstätigkeit zwar zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin Deloitte durchgeführt, jedoch haben wir nachfolgend die Zwischenergebnisse zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit der Bewertungsgutachterin bzw. Vertretern der Umicore NV/SA, Brüssel (im Folgenden auch „Umicore NV“) und/oder der Agosi AG statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
17. März 2021	Umicore, Freshfields, Deloitte, Ebner Stolz	Kick-off Call	Telefon-/Videokonferenz
18. März 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Abstimmung Anforderungsliste	Telefon-/Videokonferenz
19. März 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Besprechung allgemeiner Bewertungsansatz und Status der Bewertungsarbeiten	Telefon-/Videokonferenz
06. April 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Durchsprache Unternehmensplanung Galvanotechnik	Telefon-/Videokonferenz
07. April 2021	Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Besprechung historische VFE-Lage	Telefon-/Videokonferenz
09. April 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Überleitungsrechnung IFRS / local GAAP	Telefon-/Videokonferenz
20. April 2021	Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Überleitungsrechnung IFRS / local GAAP	Telefon-/Videokonferenz
23. April 2021	Umicore, Deloitte, Ebner Stolz	Statuscall zum Stand der Bewertungsarbeiten und Abstimmung des Zeitplans	Telefon-/Videokonferenz
27. April 2021	Agosi AG, Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Managementbesprechung zur Unternehmensplanung Geschäftsbereich JIM	Telefon-/Videokonferenz
27. April 2021	Agosi AG, Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Managementbesprechung zur Unternehmensplanung Geschäftsbereich Galvanotechnik	Telefon-/Videokonferenz
29. April 2021	Umicore, Deloitte, Ebner Stolz	Statuscall zum Stand der Bewertungsarbeiten und Abstimmung des Zeitplans	Telefon-/Videokonferenz
30. April 2021	Freshfields, Ebner Stolz	Abstimmung des Zeitplans	Telefon-/Videokonferenz
30. April 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Besprechung Betafaktor und Kapitalkosten	Telefon-/Videokonferenz
04. Mai 2021	Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Besprechung Steuerplanung	Telefon-/Videokonferenz
12. Mai 2021	Deloitte, Ebner Stolz	Erörterung Liquidationswerte	Telefon-/Videokonferenz
12. Mai 2021	Agosi AG, Alvarez & Marsal, Deloitte, Ebner Stolz	Besprechung Q1 Zahlen	Telefon-/Videokonferenz

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungsarbeiten zahlreiche weitere Besprechungen und Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt, insbesondere mit Deloitte und der Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München (nachfolgend „A&M“), die die Agosi AG bei der Erstellung der Unternehmensplanung unterstützt hat.

Die Prüfung der Angemessenheit des Unternehmenswerts und der Barabfindung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen Senior Consultant sowie einen Consultant unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der Agosi AG über die geplante Verschmelzung am 28. Juli 2021 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der Agosi AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Lageberichte, die Konzernjahresabschlüsse, Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der Agosi AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327 c. Abs. 2, 293b AktG. Ferner nimmt die Agosi AG eine Befreiung von der Verpflichtung zur Aufstellung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts gem. § 291 Abs. 1 HGB in Anspruch. Die Agosi AG sowie alle Tochtergesellschaften, namentlich die Umicore Galvanotechnik GmbH, Schwäbisch Gmünd (im Folgenden auch „Galvanotechnik“), die Ögussa Österreichische Gold- und Silber-Scheideanstalt Gesellschaft mbH, Wien (im Folgenden auch „Ögussa“), die Umicore Precious Metals (Thailand) Limited, Bangkok (im Folgenden auch „UPMT“), und die Schöne Edelmetaal B.V, Amsterdam (im Folgenden auch „Schöne Edelmetaal“), werden im Wege der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss der Umicore NV einbezogen. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse (nach HGB/local GAAP) der Gesellschaften und der Konzernjahresabschlüsse (nach IFRS) der Umicore NV mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer PwC bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 4 beigefügt sind. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch § 293d Abs. 2 AktG i. V. m. § 323 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen und deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht und mit etwaigen Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit der ermittelten Barabfindung befasste Gerichte. Darüber hinaus darf der Bericht den außenstehenden Aktionären der Agosi AG in Kopie zur Verfügung gestellt und zu diesem Zweck auch auf den Websites der Agosi AG und der Umicore AG veröffentlicht werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Agosi AG zum 28. Juli 2021 und zur Ableitung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG von Deloitte (einschließlich vorangegangener Entwürfe) als Anlage 6 zum Übertragungsbericht,
- Übertragungsbericht der Umicore AG als Hauptaktionärin der Agosi AG, über die Voraussetzung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Agosi AG auf die Umicore AG sowie zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung gem. § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 14. Juni 2021 (einschließlich vorangegangener Entwürfe),
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der GJ 18 bis 20 der Agosi AG,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der GJ 18 bis 20 der Galvanotechnik,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der G J1 8 bis 19 sowie ungeprüfte vorläufige Finanzzahlen des GJ 20 der Ögussa,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von EY der GJ 17 bis 20 der UPMT,
- Jahresabschlüsse der G J17 bis 19 der Schöne Edelmetaal,
- Prüfungsbericht des Abhängigkeitsberichts von PwC für das GJ 20 der Agosi AG,
- Überleitungsrechnung der Agosi AG sowie aller Tochtergesellschaften von HGB/local GAAP zu IFRS für die GJ 17 bis 20,
- Planungsrechnung der Agosi AG sowie aller Tochtergesellschaften für die GJ 21 bis 25 nach IFRS („Planungsrechnung“) vom 3. Mai 2021,
- Berichte über die Erstellung der Planung und der Planungsprämissen für die Agosi AG, die Galvanotechnik, die Ögussa, die Schöne Edelmetaal und die UPMT,
- Prognosen und Marktstudien über die Entwicklung der wesentlichen Edelmetallpreise,
- Handelsregisterauszug der Agosi AG und der Galvanotechnik sowie vergleichbare Auszüge für die im Ausland domizilierten Tochtergesellschaften Ögussa, Schöne Edelmetaal und UPMT,
- Satzung der Agosi AG, der Galvanotechnik, der Ögussa und der Schöne Edelmetaal,
- Protokolle der Aufsichtsratssitzungen (2019 und 2020) sowie der Hauptversammlung (30. Juni 2020) der Agosi AG, der Generalversammlung der Ögussa (17. September 2020), der Gesellschafterversammlungen der Galvanotechnik (16. März 2020, 15. März 2021), der Gesellschafterversammlung der Schöne Edelmetall (12. Oktober 2020) und der Gesellschafterversammlung der UPMT (25. März 2020),
- verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen,
- Bewertungsunterlagen von Deloitte,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

## **2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327a ff. AktG**

### **2.1. Übertragungsbeschluss**

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

Die Umicore AG hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 127,91 je Stammaktie der Agosi AG festgelegt.

Nach § 62 Abs. 1 S. 1 UmwG ist ein Verschmelzungsbeschluss der übernehmenden Aktiengesellschaften zur Aufnahme der übertragenden Gesellschaft nicht erforderlich, wenn die übernehmende Aktiengesellschaft 90 % oder mehr der Anteile an dem Grundkapital der übertragenden Gesellschaft gehören. Das Grundkapital der Agosi AG in Höhe von EUR 12.250.000,00 ist eingeteilt in 4.787.388 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien.

Die Agosi AG hält zum Ende der Prüfungsarbeiten 120 eigene Aktien. Zum Ende der Prüfungsarbeiten verfügte der Hauptaktionär entsprechend den Ausführungen im Übertragungsbericht, unmittelbar über 4.366.390 Stammaktien bzw. rund 91,2 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 62 Abs. 1 S. 1 UmwG.

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

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Agosi AG nach § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, der ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

### **2.2. Bericht des Hauptaktionärs**

Der Hauptaktionär der Agosi AG - die Umicore AG - hat der Hauptversammlung der Agosi AG gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten. In diesem sind die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien und die Angemessenheit der Barabfindung zu erläutern und zu begründen.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht, einschließlich der dort als Anlage 6 enthaltenen gutachtlichen Stellungnahme, und - zeitlich vorgelagert - in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen - wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien - nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

### 2.3. Prüfungsbericht

Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e AktG, § 327c Abs. 2 AktG, i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

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

Nach §§ 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

1. Nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist.
2. Aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist.
3. Welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
4. Welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

### 3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht für die Abfindung unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs maßgeblich ist. Der Übertragungsbericht enthält in Abschnitt 8 die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In der Gutachtlichen Stellungnahme, die als Anlage 6 dem Übertragungsbericht beigelegt ist, wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i. d. F. 2008), gefunden haben. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen.

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

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

#### 3.1. Ertragswert

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

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

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch die vorliegende Unternehmensbewertung von Deloitte nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (BVerfG, 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10; BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14/14; OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06). Die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11).

Die Bewertung der Agosi AG wurde von der Bewertungsgutachterin entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis auf „**Stand-Alone-Basis**“ vorgenommen (OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; Popp, AG 2010, S. 1, 2; van Rossum, in: Münchener Komm. zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305 Tz. 171; Koch, in Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl., 2020, § 305 Tz. 33; krit.: Krieger, in: Münch. Hdb. AG, 4. Aufl., 2015, § 71, Tz. 135; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., 2019, § 305 Tz. 70a, 71). Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben. Der Anspruch auf angemessene Barabfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich ohne den Unternehmensvertrag gar nicht ergeben hätten (LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15).

Im Hinblick auf die Betrachtung möglicher Synergieeffekte wird in der Rechtsprechung und in IDW S 1 i. d. F. 2008 zwischen echten und unechten Synergieeffekten unterschieden (vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.25 ff.). **Echte Synergieeffekte** sind im Rahmen der objektivierten Bewertung nicht zu erfassen (OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/5). Diese ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out). Anders gewendet lassen sich echte Synergieeffekte ohne die Durchführung der Strukturmaßnahme - mithin den Bewertungsanlass - nicht realisieren. Sogenannte **unechte Synergieeffekte** sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120). Das OLG München betont dabei zu Recht, dass nur hypothetisch mögliche, fiktive Entwicklungen keine hinreichende Grundlage für eine Prognose der künftigen Erträge des zu bewertenden Unternehmens sind (31. März 2008, 31 Wx 88/06).

Nach den uns erteilten Auskünften und den bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen bilden die aktuelle Struktur der Gruppe sowie die Planungsrechnung alle aus der Perspektive des Bewertungstichtages hinreichend konkretisierten (unechten) Synergieeffekte ab, die ohne Durchführung der hier der Bewertung zu Grunde liegenden Maßnahme (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) zu erwarten sind.

Eine integrierte Unternehmensplanung umfasst die geplante Investitions-, Ausschüttungs-, Thesaurierungs- und Finanzierungspolitik. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, so kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase (sog. **Ist-Thesaurierung**) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden. Gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 35 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Das Ausschüttungsvolumen wird hierbei im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im Rahmen der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausskehrung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse, unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.56).

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage (IDW S. 1 i. d. F. 2008, Tz. 37) getroffen. Damit können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung in steuerlicher Hinsicht ein Veräußerungsgewinn unterstellt, der unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegt. Des Weiteren sind sog. **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1437 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.).

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

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

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 61). Weder die früher diskutierte Verwendungsmöglichkeit eines einmaligen steuerfreien Aktienrückkaufs noch die kapitalwertneutrale Wiederanlage zur Auskehrung des Liquidationserlöses an die Anteilseigner (vgl. hierzu: Wagner et al., WPg 2006, S. 1005, 1022) sind im heutigen und für die Agosi AG relevanten Abgeltungssteuersystem einkommensteuerfrei möglich. Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.156; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.).

### 3.2. Liquidationswert

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

Nach der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16; OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13; OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07; OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08).

Die neuere Rechtsprechung differenziert jedoch nicht nur danach, ob die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, sondern unterscheidet auch nach den Gründen und den Umständen der Fortführung gegebenenfalls unrentabler Unternehmen. Sofern ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung besteht (OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07), scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus. Beides ist im vorliegenden Fall nicht zu erkennen.

In der Fallkonstellation, dass der Liquidationswert den Fortführungswert übersteigt, bildet nach Auffassung des IDW der Liquidationswert grundsätzlich die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 140). Diese Fallkonstellation kann insbesondere bei schlechter Ergebnislage eintreten. Die WPH Edition führt hierzu aus: „Wird eine optimale Unternehmenspolitik unterstellt, müsste ein Unternehmen immer dann liquidiert werden, wenn der Fortführungswert niedriger als der Liquidationswert ist, wenn also durch die Liquidation (und anschließende anderweitige Investition) ein höherer finanzieller Überschuss als bei Unternehmensfortführung mit der tatsächlich geplanten Unternehmenspolitik erzielt werden könnte. Wenn dennoch in der Realität Unternehmen mit einem Liquidationswert über dem Fortführungswert fortgeführt werden, so kann dies damit erklärt werden, dass subjektive, ggf. auch nicht finanzielle Wertvorstellungen der Unternehmenseigner in den Vordergrund treten oder das Management des Unternehmens keine für die Anteilseigner optimale Unternehmenspolitik verfolgt.“ (vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A Tz. 155).

Da von solchen nicht finanziellen Wertvorstellungen im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung zu abstrahieren ist, „darf nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs (z. B. infolge testamentarischer Auflage, öffentlich-rechtlicher Bindungen, öffentlichen Drucks) bei der Unternehmensbewertung der (niedrigere) Fortführungswert angesetzt werden. In allen anderen Fällen bildet dagegen der Liquidationswert die Wertuntergrenze der Unternehmensbewertung“ (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 156).

Die Bewertungsgutachterin hat überschlägige Liquidationswerte der Bewertungsobjekte ermittelt. Hierbei wurden dem Sum of the Parts-Ansatz folgend für jedes Bewertungsobjekt ein separater Liquidationswert ermittelt. Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen bezüglich stiller Reserven, möglicher Verwertungsabschläge auf Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sowie zu den Sozialplanaufwendungen und Liquidationskosten wurden gemeinsam mit dem Vorstand der Agosi AG, der Bewertungsgutachterin und Ebner Stolz diskutiert. Die Annahmen der Bewertungsgutachterin erachten wir als nachvollziehbar und angemessen.

Die Bewertungsgutachterin hat die Liquidationswerte aller Gesellschaften der Agosi Gruppe getrennt ermittelt, jedoch für die Bestimmung der Wertuntergrenze einen Liquidationswert als Summe der Einzelliquidationswerte angesetzt. Hintergrund dieses Vorgehens ist, dass eine Liquidation einzelner Gesellschaften der Agosi Gruppe ohne negative Rückwirkungen auf die übrigen Gesellschaften nicht möglich wäre, da Interdependenzen zwischen den Gesellschaften bestehen. Daher kann der Liquidationswert nur als Gesamtwert betrachtet werden und eine Einzelliquidation wäre ohne Auswirkungen auf die übrigen Gesellschaften nicht möglich. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin erachten wir als nachvollziehbar und angemessen.

Wir haben in unseren eigenen Bewertungsmodellen die Ermittlung der Liquidationswerte nachvollzogen und erachten diese als angemessen.

### 3.3. Substanzwert i. S. d. IDW

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d IDW sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 6; Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08; OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.162; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 329; LG München, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

### 3.4. Börsenkurs

Die Aktien der Agosi AG sind im Freiverkehr der Wertpapierbörse München und Düsseldorf einbezogen. Daher kommt eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage für die Festsetzung bzw. als Untergrenze der Abfindung grundsätzlich in Betracht.

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA-Entscheidung vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben. Diese Grundsätze sind auch auf einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out zu übertragen.

Betriebswirtschaftlich lässt sich der Börsenkurs als Untergrenze der Kompensation begründen. Für diese „Untergrenzenbestimmung“ ist der mögliche Desinvestitionswert bzw. genauer der Desinvestitionspreis maßgeblich. Der Desinvestitionspreis ist der Preis, zu dem eine einzelne Aktie (nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes) unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme - tatsächlich und freiwillig - am Markt hätte veräußert werden können (vgl. ausführlich zur Bedeutung des Börsenkurses Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 244 ff.). Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit können die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung als Indiz herangezogen werden (OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Frankfurt a. M., 28. März 2014, 21 W 15/11; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13).

Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengpass der einzelne Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist (vgl. Adolff/Häller, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 18.82 ff.).

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

Hinsichtlich der Relevanz von Börsenkursen von Aktien, die im Freiverkehr notiert sind, hat das Oberlandesgericht Karlsruhe festgestellt, dass sog. over the counter Geschäfte bei der Ermittlung des Dreimonatsdurchschnittskurses nicht zu berücksichtigen seien. Zudem verweist das OLG Karlsruhe darauf, dass die BaFin für die Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses ebenfalls nur inländische Transaktionen im regulierten Markt heranzieht (OLG Karlsruhe 12. September 2017, 12 W 1/17; vgl. auch Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.199). Für die Relevanz von Freiverkehrskursen spricht sich dagegen das OLG Hamburg aus (OLG Hamburg 7. September 2020, 13 W 122/22). Hierbei beruft sich das OLG Hamburg auf die Desinvestitionsmöglichkeit. Nach Auffassung des OLG Hamburg genügt die Desinvestitionsmöglichkeit im Rahmen des Freiverkehrs zur Bestimmung der Untergrenze der Barabfindung, denn der Hauptaktionäre sollen durch den Squeeze-out weder privilegiert werden, die Aktien unterhalb des Börsenkurses zu erwerben, noch soll den Minderheitsaktionär zugemutet werden, ihre Aktien gegen eine unter dem Börsenkurs liegende Barabfindung abzugeben, obwohl sie diese tatsächlich zum Börsenkurs hätten veräußern können. Nach Rechtsprechung des BVerfG muss die Abfindung so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten (BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94). Auf Basis der zitierten Rechtsprechung ist es daher für die Heranziehung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung nicht schädlich, wenn die Aktie nur im Freiverkehr gehandelt wird, solange eine tatsächliche Desinvestitionsmöglichkeit bestand.

### 3.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen so genannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11; OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15). Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Es ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass der ertragswertbasiert ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

### 3.6. Vorerwerbe durch die Umicore International AG

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteileigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 327a AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteileigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme - wie z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots - gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZR 18/09), dem OLG München (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15), dem OLG Düsseldorf (22. März 2018, 26 W 20/14; 12. November 2015, 26 W 9/14), dem OLG Stuttgart (4. Mai 2011, 20 W 11/08), dem OLG Frankfurt (24. November 2011, 21 W 7/11) sowie dem OLG Hamburg (8. Oktober 2018, 13 W 20/16; 27. März 2012, 13 W 20/09) nochmals festgehalten). Insbesondere handelt es sich hierbei nicht um Verkehrswerte. Das LG Frankfurt (22. September 2015, 3-5 O 63/14) will gleichwohl Vorerwerbspreisen eine gewisse Bedeutung zuerkennen (gl. A. LG Hannover, 22. August 2012, 23 AktE 149/10 entgegen der BGH-Rechtsprechung).

### 3.7. Ergebnis

Zusammengefasst halten wir die vorgenommene Ableitung des Unternehmenswerts unter Ertragswertgesichtspunkten zur Ableitung der angebotenen Barabfindung für angemessen im Sinne des § 327a AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswertwertverfahrens (unter Einbezug von Sonderwerten) zur Ermittlung der Barabfindung entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach §327c Abs. 2 Satz 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG.

## 4. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Der Unternehmensbewertung liegen die Planungsrechnungen der Agosi AG sowie ihrer Tochtergesellschaften, Galvanotechnik, der Ögussa, der UPMT, sowie der Schöne Edelmetaal, gemeinsam auch „Bewertungsobjekte“ oder „Agosi Gruppe“, für die GJ 21 bis 25 bzw. GJ 21 bis 30 (Projekt „Samos“ der Galvanotechnik) zu Grunde.

Für die Bewertung einer Unternehmensgruppe wie der Agosi Gruppe kommen grundsätzlich unterschiedliche Methoden in Betracht. Nach dem Sum of the Parts-Ansatz kann jedes Gruppenunternehmen einzeln und isoliert bewertet und der Wert des Konzerns durch Addition der Einzelwerte ermittelt werden. Alternativ kann der Wert des Konzerns auch direkt als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Die dritte Form stellt das so genannte Dividendenstrommodell dar, bei dem Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf Ebene des Mutterunternehmens, hier der Agosi AG, erfasst werden (OLG Frankfurt, 5. Dezember 2013, 21 W 36/12; OLG Stuttgart, 15. Oktober 2013, 20 W 3/13; allgemein zu den drei Formen: Wollny, DStR 2014, S. 2089, 2091).

Da die Agosi AG eine Befreiung von der Verpflichtung zur Aufstellung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts gem. § 291 Abs. 1 HGB in Anspruch nimmt und die Agosi AG sowie alle Tochtergesellschaften im Wege der Vollkonsolidierung im Jahresabschluss der Umicore NV einbezogen werden, hat die Bewertungsgutachterin den Unternehmenswert sachgerecht auf Basis des Sum of the Parts-Ansatzes abgeleitet.

Aufgrund des Sum of the Parts-Ansatzes wurden für alle Bewertungsobjekte, namentlich die Agosi AG, die Galvanotechnik, die Ögussa, die Schöne Edelmetaal sowie die UPMT, eigene Prüfungshandlungen durchgeführt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnungen auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung durch das Management, Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie veröffentlichte markt- und wettbewerbsbezogene Informationen gestützt. Die benannten Auskunftspersonen innerhalb der Agosi AG sowie ihrer Tochtergesellschaften haben uns die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen der Planungsrechnungen ausführlich erläutert. Zur Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen und Steigerungsraten ermittelt und diese mit vorliegenden Marktinformationen abgeglichen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen zur den Planungsrechnungen der Agosi AG sowie deren Tochtergesellschaften.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der GJ 17 bis 20 der Agosi AG,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der GJ 18 bis 20 der Galvanotechnik,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von PwC der GJ 18 bis 19 sowie ungeprüfte vorläufige Finanzzahlen des GJ 20 der Ögussa,
- Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse von EY der GJ 17 bis 20 der UPMT,
- Ungeprüfte Jahresabschlüsse der GJ 17 bis 19 der Schöne Edelmetaal

Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von den benannten Auskunftspersonen in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle sowie die Gutachtliche Stellungnahme herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder gegebenenfalls in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i. d. F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung bzw. der Barabfindungsbemessung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
2. Plausibilität und Aktualität der Planungsrechnung,
3. zutreffende Anwendung des IDW S 1 i. d. F. 2008,
4. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung,
5. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors,
6. Relevanz des Börsenkurses im Rahmen der Ableitung der Barabfindung,
7. Ableitung der Liquidationswerte.

Die in einzelnen Punkten bestehenden unterschiedlichen Auffassungen wurden im Verlauf der Prüfung zwischen Ebner Stolz und der Bewertungsgutachterin diskutiert.

Im Zusammenhang mit der Ableitung des Betafaktors wurden unterschiedliche Abgrenzungen der Peer Group Unternehmen, die verwendeten Aktienindizes sowie die Berücksichtigung der Kapitalstrukturrisiken intensiv mit der Bewertungsgutachterin erörtert.

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

## 5. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Die in Abschnitt 4. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der Agosi AG und ihrer Tochtergesellschaften haben wir uns - wie im Folgenden erläutert - überzeugt.

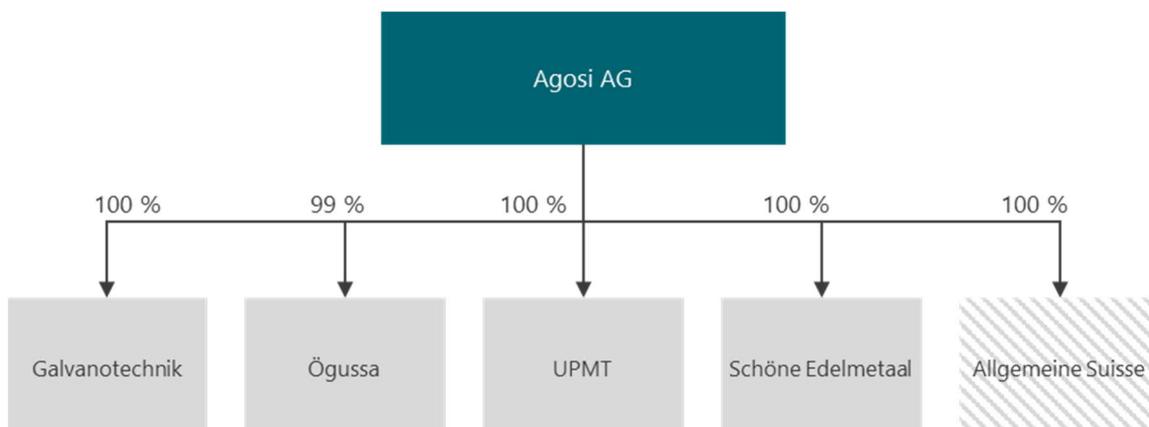
Der Unternehmenswert der Agosi AG sowie ihrer Tochtergesellschaften wurde von der Bewertungsgutachterin aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts jeweils für jedes Bewertungsobjekt abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der Agosi AG sowie ihrer Tochtergesellschaften angemessen in den jeweiligen Bewertungsmodellen ab.

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

### 5.1. Bewertungsobjekt

#### a) Rechtliche Verhältnisse

Die Agosi Gruppe besteht aus der Agosi AG und ihrer Tochtergesellschaften. Hierzu zählen die Galvanotechnik, die Ögussa, die UPMT und die Schöne Edelmetaal. Die Allgemeine Suisse SA (nachfolgend „Allgemeine Suisse“) hat ihre operativen Geschäftstätigkeiten eingestellt und befindet sich in Liquidation. Aus diesem Grund wurde von einer separaten Betrachtung dieser Gesellschaft im Rahmen dieses Prüfungsberichts abgesehen. Der Buchwert des Eigenkapitals der Allgemeine Suisse wurde als Sonderwert bei der Betrachtung der Agosi AG berücksichtigt.



## Agosi AG

Die Agosi AG ist eine in Europa agierende deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Pforzheim. Die Gesellschaft ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Mannheim unter der Nummer HRB 500092 eingetragen. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung der Ein- und Verkauf von Edel- und Unedelmetallen, das Schmelzen und Scheiden dieser Metalle, die Herstellung und der Verkauf von Legierungen und chemischen Erzeugnissen aus diesen Metallen, die Bearbeitung des Kehrets, der Ein- und Verkauf von Schrott, Almetallen und Halbzeug sowie die Vornahme aller übrigen hierher gehörigen Geschäfte.

Das Geschäftsjahr der Agosi AG beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember des Jahres. Zum 31. Dezember 2020 beziffert sich das Grundkapital auf EUR 12.250.000,00. Das Grundkapital unterteilt sich in 4.787.388 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien.

Die Umicore AG hält einen Mehrheitsanteil (91,2 %) an der Agosi AG. Zusätzlich hält die Agosi AG 120 eigene Aktien. Der Rest der Aktien befindet sich im Streubesitz und wird an den Börsen München und Düsseldorf im Freiverkehr gehandelt (WKN: 503850).

Die Agosi AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht. Der Gewerbesteuerhebesatz der Stadt Pforzheim beträgt 450 %. Zum 31. Dezember 2020 bestehen keine steuerlichen Verlustvträge.

Der Vorstand der Agosi AG setzt sich zusammen aus Franz-Josef Kron (CEO), Dr. Bernhard Olt (Finanzvorstand) und Andreas Tiefenbacher (Head of Sales & Marketing).

## **Galvanotechnik**

Die Galvanotechnik ist eine deutsche Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Schwäbisch Gmünd. Die Gesellschaft ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Ulm unter der Nummer HRB 701692 eingetragen. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Gesellschaftsvertrag die Entwicklung, Anwendung, Herstellung und der Vertrieb galvanotechnischer Verfahren. Hauptprodukte sind Edelmetallelektrolyte für die Elektronik und Elektrotechnik sowie zur dekorativen Abscheidung, Edelmetallsalze, Nichtedelmetall-Elektrolyte, Anlagen und Geräte für die Galvanotechnik, Anoden und Halbzeuge aus refraktären Metallen. Zur Geschäftstätigkeit gehört ferner der Betrieb einer Versuchsgalvanik sowie die Vornahme aller Geschäfte, die den Gegenstand des Unternehmens direkt oder indirekt fördern können.

Das Geschäftsjahr der Galvanotechnik beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember des Jahres. Zum 31. Dezember 2020 beziffert sich das Grundkapital auf EUR 1.500.000,00. Die Anteile der Galvanotechnik befinden sich zu 100 % im Besitz der Agosi AG.

Die Galvanotechnik unterliegt dem deutschen Steuerrecht. Der Gewerbesteuerhebesatz der Gemeinde Schwäbisch Gmünd beträgt 380 %. Zum 31. Dezember 2020 bestehen keine steuerlichen Verlustvorträge.

Geschäftsführer der Gesellschaft ist Thomas Engert (CEO).

## **Ögussa**

Die Ögussa ist eine hauptsächlich in Österreich agierende österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wien. Die Gesellschaft ist im Firmenbuch unter der Nummer FN 152705 t eingetragen. Das zuständige Gericht ist das Amtsgericht Wien. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Gesellschaftsvertrag die Erzeugung und der Vertrieb chemischer Produkte, der An- und Verkauf von Edelmetallen, das Schmelzen, Scheiden, Legieren von Edelmetallen sowie deren Verarbeitung, insbesondere der Betrieb einer Edelmetall-Scheide und Legieranstalt, die Herstellung aller in den Beschäftigungskreis einer Edelmetall-Scheide und Legieranstalt (als chemisch-metallurgischer Betrieb) fallenden Erzeugnisse, welcher Art immer, die Herstellung von Präparaten, das Sammeln und Beseitigen von Abfall und Sonderabfall und der Handel mit Waren aller Art.

Das Geschäftsjahr der Ögussa beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember des Jahres. Zum 31. Dezember 2020 beziffert sich das Grundkapital auf EUR 3.500.000,00. Anteile der Ögussa werden von der Agosi AG (99 %) und der Umicore AG & Co. KG (1 %), Hanau, gehalten.

Die Ögussa unterliegt dem österreichischen Steuerrecht. Zum 31. Dezember 2020 bestehen keine steuerlichen Verlustvorträge.

Geschäftsführer der Gesellschaft ist Mag. Marcus Fasching (CEO).

## **UPMT**

Die UPMT ist eine hauptsächlich in Thailand agierende thailändische Limited mit Sitz in Bangkok. Die UPMT ist bei dem Commercial Registration Department in Bangkok unter der Registrierungsnummer (2)1763/2536 eingetragen.

Das Geschäftsjahr der UPMT beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember des Jahres. Zum 31. Dezember 2020 beziffert sich das Grundkapital auf THB 200.000.000,00 aufgeteilt in 2.000.000 Anteile mit einem Wert von je THB 100. Anteile der UPMT werden von der Agosi AG (99,98 %), von der Umicore Marketing Services Belgium SA (0,01 %), Brüssel, und der Umicore NV (0,01 %) gehalten. Aus rechtlichen Gründen müssen in Thailand registrierte Unternehmungen, die im Ausland angesiedelten Gesellschaften gehören, mindestens drei Besitzer aufweisen.

Die UPMT unterliegt der thailändischen Steuergesetzgebung. Zum 31. Dezember 2020 bestehen keine steuerlichen Verlustvorträge.

Geschäftsführer der Gesellschaft ist Matthias Schmidt.

## **Schöne Edelmetaal**

Die Schöne Edelmetaal ist eine hauptsächlich in den Niederlanden agierende niederländische Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Amsterdam. Die Gesellschaft ist bei der niederländischen Handelskammer unter der Nummer KVK: 33011788 eingetragen. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Gesellschaftsvertrag unter anderem der Handel und die Verarbeitung von Edelmetallen und anderen Metallen, Chemikalien und technischen Produkten, der Erwerb und die Veräußerung von Beteiligungen oder sonstigen Anteilen an juristischen Personen, Unternehmen und Personengesellschaften sowie die Zusammenarbeit mit diesen und deren Verwaltung, den Erwerb, die Verwaltung, die Verwertung, und die Veräußerung von Immobilien sowie die Anlage von Vermögenswerten.

Das Geschäftsjahr der Schöne Edelmetaal beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember des Jahres. Das Grundkapital beläuft sich laut Auszug der niederländischen Handelskammer auf EUR 3.405.000,00. Alle Anteile werden von der Agosi AG gehalten.

Die Schöne Edelmetaal unterliegt dem niederländischen Steuerrecht. Zum 31. Dezember 2020 bestehen keine steuerlichen Verlustvorträge.

Geschäftsführer der Gesellschaft ist Frank Heringhaus (CEO).

#### **b) Business Units**

Die Umicore NV und ihre Tochtergesellschaften sind weltweit in den Bereichen Materialtechnik und Recycling tätig. Die Aktivitäten werden in drei Segmente - Katalysatoren, Energie & Oberflächentechnologie und Recycling unterteilt. Die individuellen Unternehmen der Umicore NV werden zusätzlich Business Units zugeordnet. Insbesondere relevant für die Agosi AG sowie deren Tochterunternehmen sind die Geschäftsbereiche Jewelry & Industrial Metals (JIM) und Metal Deposition Solutions (MDS). Die Agosi AG, die Ögussa, die Schöne Edelmetaal und die UPMT sind der Business Unit JIM innerhalb des Segments Recycling zugeordnet. Die Galvanotechnik ist der Business Unit MDS innerhalb des Segments der Energie & Oberflächentechnologie zugeordnet.

Die Hauptaktivitäten des Geschäftsbereichs JIM umfassen die Lieferung von Grundstoffen für Juwelieri, Großhändler und etwaige Edelmetall-Verarbeiter, die Produktion von halbfertigen Produkten, Legierungen sowie Investmentprodukten wie bspw. Gold- oder Silberbarren. Ausgangspunkt für die angebotenen Leistungen ist der Recyclingprozess von Edelmetallen, der in der Sektion Allgemeines Geschäftsmodell beschrieben wird.

Der Geschäftsbereich MDS bietet galvanotechnische Produkte für verschiedene Anwendungen an. Hauptanwendungen der Produkte sind dekorative oder funktionale Endoberflächen, die bspw. in der Elektronikindustrie, in der Autoindustrie, auf Leiterplatten und im Maschinenbau verwendet werden.

#### **c) Allgemeines Geschäftsmodell**

Im Folgenden werden die wirtschaftlichen Verhältnisse der individuellen Entitäten beschrieben. Zunächst wird auf das allgemeine Geschäftsmodell der Agosi AG abgestellt, anschließend wird auf individuelle Besonderheiten der jeweiligen (Tochter-) Gesellschaften eingegangen.

## Agosi AG

Die Agosi AG ist als Komplettanbieter des gesamten Edelmetallkreislaufs auf dem europäischen Markt tätig, insbesondere in Deutschland, Frankreich und Großbritannien. Zu den angebotenen Dienstleistungen zählen unter anderem die Edelmetall-Rückgewinnung, die Produktion von Halbzeugen (halbfertige Produkte/Investmentprodukte), die Veredelung von Metallen durch Legierungen und Edelmetall Services. Edelmetall Services sind bspw. der Zugang zum Edelmetallmarkt für Kunden sowie die Bereitstellung von individuellen Wertkonten. Kunden stammen vor allem aus der Schmuckindustrie, aber auch aus anderen Bereichen wie bspw. der Automobilindustrie, der Chemieindustrie und der Medizintechnik. Zusätzlich werden Intercompany Aufträge mit anderen Agosi- oder Umicore Entitäten abgewickelt. Generell ist die Kundenstruktur der Agosi AG unkonzentriert, d. h. es wird tendenziell eine große Anzahl an Kunden bedient. Dies trifft allerdings nicht auf alle Agosi Entitäten zu. Individuelle Besonderheiten der einzelnen Gesellschaften werden in den nächsten Abschnitten beschrieben.

Ausgangspunkt des Geschäftsmodells stellt insbesondere das Recycling von Edelmetallen dar. Der Prozess lässt sich grob in folgende Arbeitsschritte unterteilen:

1. **Beschaffung des Materials:** Sammlung von industriellem Schrott mit Edelmetallanteil oder von anderen ausgesonderten Produkten, bspw. Schmuck, aus dem Edelmetalle zurückgewonnen werden können.
2. **Homogenisierung:** Homogenisierung des Materials, zum Beispiel durch Schreddern, Einschmelzung, Verbrennung, Fräsen oder Vermischen.
3. **Verprobung/Analyse:** Aus dem homogenisierten Material wird eine Probe entnommen und auf Reinheit untersucht.
4. **Rechnungsstellung:** Auf Basis der Probe werden die Verträge mit Kunden verhandelt. Mit Bestandskunden bestehen in der Regel entsprechende Vereinbarungen.
5. **Chemische und/oder physische Verfeinerung:** Zusätzlich können die zurückgewonnenen Edelmetalle noch chemisch oder physisch verfeinert werden, bspw. durch Legierungen.

Die Dauer des Gesamtprozesses ist abhängig von der Beschaffenheit der Input-Materialien und kann zwischen zwei und acht Wochen betragen. Die Agosi AG gehört somit zu den Anbietern von „Short-Loop“ Recycling, was die Verarbeitung von weniger komplexen Schrottkomponenten, bspw. Produktionsabfälle, Schmuck, oder „Sweeps“ (edelmetallhaltiger Kehricht) beinhaltet.

Grundsätzlich bauen die Umsatzströme der Agosi AG auf dem beschriebenen Recyclingprozess auf. Zum einen wird durch die Rückgewinnung oder Veredelung von Edelmetallen für Kunden Einkommen generiert („Services“). Hierbei stellt ein Kunde der Agosi AG Schrott zum Recycling zur Verfügung. Dieser wird durch den Recyclingprozess geführt und die rückgewonnenen Edelmetalle werden anschließend an den Kunden weitergegeben bzw. auf einem individuellen Wertkonto gutgeschrieben. Der Kunde bleibt während des gesamten Prozesses Eigentümer der Materialien. In diesem Zusammenhang dient die Agosi AG ausschließlich als Dienstleister. Wesentliche Umsätze in diesem Bereich werden im Rahmen eines „Closed Loop“ Verfahrens realisiert. „Closed Loop“ bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Agosi AG bspw. Produktionsabfälle eines Kunden wiederaufbereitet, sodass dieser für die weitere Produktion nutzbar ist. Bei der weiteren Produktion entstehen wiederum Produktionsabfälle, sodass ein geschlossener Kreislauf entsteht.

Im Rahmen der Rückgewinnung wird vertraglich ein Reinheits- bzw. Rückgewinnungsgrad mit den jeweiligen Kunden vereinbart. Edelmetallanteile, die über diesen Grad hinausgehen, werden von der Agosi AG einbehalten und können somit weiterverwendet werden. Der Weiterverkauf der Edelmetalle stellt den zweiten Umsatzstrom dar und wird als „Physische Boni“ bezeichnet. Diese Komponente ist maßgeblich (und im Gegensatz zu den Services) von den Edelmetallpreisen abhängig, wodurch sich die Umsätze in dieser Kategorie stark schwankend darstellen. Auskunftsge-mäß werden die Schwankungen zusätzlich durch die Inventurintervalle der Agosi AG begründet. Die Inventur findet jährlich statt, wobei alle zwei Jahre eine vollständige Inventur durchgeführt wird. Bei der vollständigen Inventur werden (üblicherweise) größere Mengen an Edelmetallrückständen gesammelt. Außerdem müssen die Physischen Boni vor Realisierung des Verkaufs durch eine Folgeinventur bestätigt werden, was eine zusätzliche Zeitverzögerung zur Folge hat.

Der Umsatzstrom „Metallmarge“ wird durch den Handel mit Edelmetallen generiert. Dies kann zum einen durch den Ankauf von Schrott oder Altmetallen erfolgen, der auf eigene Rechnung recycelt/aufbereitet und weiterverkauft wird. Zum anderen wird die Metallmarge generiert, wenn (halbfertige) Produkte aus Edelmetallen für Kunden hergestellt werden sollen und der Kunde die benötigten Rohstoffe nicht (in Form von Schrott) anliefert bzw. diese nicht auf dem kundenindividuellen Wertkonto vorhanden sind. Der Kunde muss dementsprechend Edelmetalle für die Fertigung bei der Agosi AG einkaufen. Der beschriebene Umsatzstrom wird somit analog zu den Physischen Boni maßgeblich von den Edelmetallpreisen beeinflusst.

Umsätze, die ausschließlich über die Fertigung von (halbfertigen) Produkten für Kunden generiert werden, stellen den vierten Umsatzstrom, „Formerlöse“ dar. Dabei ist irrelevant, ob der Kunde Eigentümer der verwendeten Metalle ist. Diese Umsatzkategorie ist somit, analog zu den Services, unabhängig von den Edelmetallpreisen, da die Agosi AG in diesem Zusammenhang als Dienstleister und nicht als Händler tätig ist. Falls Kunden die benötigten Edelmetalle für die hergestellten Produkte bei der Agosi AG einkaufen müssen, wird der in diesem Zusammenhang generierte Umsatz in der Kategorie Metallmarge verbucht. Hergestellte halbfertige Produkte umfassen bspw. Münzrohlinge, Ringe, Bleche und Rohre, die für die weitere Produktion der Kunden benötigt werden.

Der Umsatz der Agosi AG ist insbesondere von der Preisentwicklung der Edelmetalle Gold, Silber, Platin und Palladium abhängig, die im Rahmen der Planungsanalyse weiter untersucht wird.

### **Galvanotechnik**

Die Galvanotechnik ist dem Bereich MDS zugeordnet und verfolgt dementsprechend ein von der Agosi AG differierendes Geschäftsmodell. Die Galvanotechnik ist mittels eines Servicenetzwerks mit Partnern weltweit tätig, um Kunden global zu bedienen. Angeboten werden edelmetallhaltige Elektrolyte sowie Präparate und Chemikalien für die Oberflächenbehandlung von Metallen. Zusätzlich produziert die Galvanotechnik Nicht-Edelmetall-Produkte für die Anwendung in der Textilindustrie. Insgesamt umfasst das Produktportfolio rd. 1.200 Produkte.

Signifikante Umsatzanteile werden im Rahmen von Intercompany-Geschäften mit anderen Agosi- und Umicore-Entitäten erwirtschaftet. Basierend auf den Umsätzen des GJ 20, wurden rd. 72,4 % der Produktverkäufe der Kategorie Metall und 32,6 % der Kategorie Nicht-Metall innerhalb der Umicore-Gruppe generiert. Dies betrifft beispielsweise die UPMT, da deren Hauptkunde Pandora A/S, Kopenhagen (nachfolgende aus als „Pandora“ bezeichnet), galvanotechnische Anwendungen verlangt, werden diese zunächst an die UPMT verkauft und anschließend an den Endkunden weiterveräußert.

Die Galvanotechnik verfügt im Zusammenhang mit einem Start-Up-Unternehmen in China über eine Option zur Übernahme des Unternehmens. Hierbei handelt es sich um das Projekt Samos. Hinter dem Projekt Samos steht das 2012 gegründete Start-Up Shinhao Materials LLC mit Sitz in Suzhou (im Folgenden auch „Shinhao“ oder „Samos“). Das Unternehmen bietet organische Additive für die Kupfergalvanisierung an, insbesondere im Bereich von Halbleiteranwendungen im Bereich mit „Back-End“ Prozessen. Hierfür werden Kupferstrukturen in Form von Umverdrahtungsschichten bzw. Redistribution Layers oder Bumps & Pillars benötigt. Das Produktportfolio sowie die Expertise sind somit als komplementär zu denen der Galvanotechnik anzusehen. Potenzielle Kunden stammen aus der Halbleiterindustrie, allerdings sind die Märkte durch vergleichsweise hohe Eintrittsbarrieren gekennzeichnet, was erhebliche Investitionen in Technologie und Kundenakquise nötig macht.

Die Galvanotechnik hat Vereinbarungen mit der Shinhao abgeschlossen. Die Vereinbarungen bestehen im Zeitraum vom 1. November 2019 bis zum 31. Oktober 2023.

### **Ögussa**

Besonderheiten gegenüber dem bei der Agosi AG beschriebenen Geschäftsmodell ergeben sich bei der Ögussa insbesondere in der Kunden- und Verkaufsstruktur und den Edelmetallen die verarbeitet werden können.

Die Ögussa betreibt im Gegensatz zu den übrigen Gesellschaften der Agosi-Gruppe ein eigenes Filialnetz in Österreich, über das Produkte, bspw. Goldmünzen oder ähnliche Investmentprodukte, direkt an Privatkunden verkauft werden. Darüber hinaus können Kunden Metalle oder Schmuck direkt in den Filialen an die Ögussa verkaufen. Aufgrund der stärker auf Privatkunden ausgerichteten Kundenstruktur war es der Ögussa in der Vergangenheit möglich, Metalle zu vorteilhaften Konditionen einzukaufen, was zu einer erhöhten Profitabilität im Vergleich zur Agosi AG führte, die eine stärker auf Industriekunden ausgerichtete Kundenstruktur aufweist. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Margen in der näheren Zukunft zurückgehen werden. Dies hängt vor allem mit dem aggressiven Marktauftritt des Hauptwettbewerbers Philoro Edelmetalle GmbH, Wien (nachfolgend „Philoro“) zusammen. Für detaillierte Ausführungen verweisen wir auf den Markt- und Wettbewerbsteil in Abschnitt 5.3. unseres Prüfungsberichts.

Ein weiterer Unterschied zum Geschäftsmodell der Agosi AG stellt das Recycling von Platin dar, was von den übrigen Gesellschaften der Agosi-Gruppe nicht angeboten wird. Kunden dieses Segments stammen unter anderem aus der Glasverarbeitung, da Platin zur Produktion von hochwertigen Gläsern verwendet wird.

Zusätzlich bietet die Ögussa Galvanisierungsdienstleistungen zur Oberflächenveredelung an.

### **UPMT**

Besonderheiten gegenüber dem bei der Agosi AG beschriebenen Geschäftsmodell ergeben sich bei der UPMT insbesondere im Hinblick auf die Kundenstruktur. Während die übrigen Gesellschaften der Agosi-Gruppe eine stark fragmentierte Kundenstruktur aufweisen, generiert die UPMT zwischen 70 % und 80 % des Gesamtumsatzes mit dem Unternehmen Pandora. Der Umsatzanteil der Services mit Pandora beläuft sich auf rund 90 %. Insgesamt ergibt sich somit eine starke Abhängigkeit von einem einzelnen Kunden.

Da Pandora zunehmend auf nachhaltige Produkte mit ausschließlich recycelten Materialien abstellt, wirkt sich dies auf das Geschäftsmodell der UPMT aus. Die Agosi AG hat in der Vergangenheit die Zertifizierung der Lieferketten (Chain of Custody) für Silber erlangt. Dies verleiht dem Unternehmen einen Gesamt-Zertifizierungsstatus. Der Status stärkt insbesondere die Marktposition der UPMT, da auskunftsgemäß lokale Anbieter in Thailand technologisch nicht in der Lage sind, die von Pandora geforderte Qualität sowie komplett recycelte Edelmetalle mit nachverfolgbaren Lieferketten zu gewährleisten.

Eine zusätzliche Besonderheit ist das Angebot von galvanotechnischen Leistungen der UPMT, insbesondere aufgrund der Nachfrage durch Pandora. In diesem Zusammenhang werden die benötigten Chemikalien an Pandora geliefert.

### **Schöne Edelmetaal**

Die Schöne Edelmetaal hat in der jüngeren Vergangenheit verschiedene umfangreiche Umstrukturierungen vorgenommen. In diesem Zusammenhang wurden industrielle Aktivitäten und eigene Produktionsmöglichkeiten in 2017 eingestellt. Gründe für die Umstrukturierung waren ein Rückgang der Volumina und rückläufige Margen. Die Schöne Edelmetaal ist somit nicht in der Rückgewinnung von Edelmetallen tätig, sondern dient hauptsächlich als Vertriebsseinheit und Sammelstelle innerhalb der Agosi-Gruppe. In diesem Rahmen werden beispielsweise Metalle für die weitere Aufbereitung gesammelt, vorbehandelt, verprobt und homogenisiert, wofür eine Gebühr verlangt wird. Die gesammelten Materialien werden in der Regel an eine der Agosi-/Umicore-Gesellschaften zur weiteren Verarbeitung versandt.

Zusätzlich bietet die Schöne Edelmetaal Investmentprodukte wie Gold- und Silberbarren sowie halbfertige Produkte wie Drähte, Rohre und Ringe für die Weiterverarbeitung, bspw. durch Juweliers, an.

### **d) Ergebnis**

Nach unseren dabei gewonnenen Erkenntnissen wird das Bewertungsobjekt im Rahmen der von Deloitte durchgeführten Bewertung vollständig abgebildet.

## 5.2. Bewertungstichtag

Als Bewertungstichtag für die angemessene Barabfindung wird der 28. Juli 2021 herangezogen. Dies ist nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die ordentliche Hauptversammlung der Agosi AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

Die Bewertungsgutachterin hat im Bewertungsmodell als technischen Bewertungstichtag den 31. Dezember 2020 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der auf diese Weise ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres auf den Bewertungstichtag 28. Juli 2021 geometrisch (LG München, 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12) aufgezinst.

Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 6,54 % für die Agosi AG und 209 Tagen bis zur ordentlichen Hauptversammlung ergibt sich für die Agosi AG folgender Aufzinsungsfaktor:

$$\text{geometrische Aufzinsung: } 1,0370 = (1 + 0,0654)^{209/365}$$

Aufgrund des Sum of the Parts-Ansatzes ergeben sich für die einzelnen Bewertungsobjekte unterschiedliche periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze und somit unterschiedliche Aufzinsungssätze per 28. Juli 2021. Diese betragen für die Galvanotechnik 1,0446, für die Ögussa 1,0229, für die UPMT 1,0292 und für die Schöne Edelmetaal 1,0268.

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

Am Rande sei vermerkt, dass eine lineare Aufzinsung, bei der der Aufzinsungsfaktor mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres mit dem Quotienten aus der Anzahl der Tage bis zum Bewertungstichtag und der Anzahl der Tage des Gesamtjahres (365 Tage) multipliziert wird, nicht sachgerecht ist, weil sie unterjährige Zinseszinsseffekte nicht abbildet. Ferner muss die Festlegung eines technischen Stichtags samt Aufzinsung auf den Bewertungstichtag zu dem gleichen Ergebnis führen, wie eine direkte Diskontierung der Nettoeinnahmen auf den Bewertungstichtag (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1442).

### 5.3. Ertragswert

#### a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von den Finanzdaten der einzelnen Bewertungsobjekte für die GJ 18 bis GJ 20 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen. Des Weiteren wurde anhand des Zwischenabschlusses der Zeitraum zwischen 1. Januar 2021 und 31. März 2021 des laufenden GJ analysiert.

Für die Prüfung der Vergangenheitsanalyse standen uns die geprüften Jahresabschlüsse der Bewertungsobjekte für die GJ 18 bis GJ 20 nach nationalen Rechnungslegungsstandards zur Verfügung. Für einige Gesellschaften standen für das GJ 20 ungeprüfte Finanzzahlen zur Verfügung. Darüber hinaus wurden die ungeprüften Finanzzahlen der GJ 18 bis GJ 20 nach IFRS zur Verfügung gestellt, die dem internen Rechnungswesen entstammen. Für die Agosi AG wurde zudem eine Überleitungsrechnung der historischen Vergangenheitsergebnisse von HGB auf IFRS für das GJ 20 vorgelegt. Ergänzend wurden für interne Zwecke erstellte Auswertungen sowie die Zwischenabschlüsse der Bewertungsobjekte berücksichtigt. Auf dieser Basis haben wir die Analysen der Bewertungsgutachterin einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Eine ausführliche Erläuterung der Entwicklung der Finanz-, Vermögens-, und Ertragslage in den GJ 18 bis GJ 20 finden sich in der Gutachtlichen Stellungnahme von Deloitte in den Abschnitten zur wirtschaftlichen Lage der Bewertungsobjekte. Wir haben diese Erläuterungen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen und halten die Feststellungen der Bewertungsgutachterin, insbesondere zu den Ursachen der Erlös- und Ergebnisentwicklung, für sachgerecht.

#### **Agosi AG**

Folgende Tabelle zeigt das unbereinigte EBITDA, vorgenommene Bereinigungen und das bereinigte EBITDA für die GJ 18 bis GJ 20:

**Bereinigte Ertragslage Agosi AG**

GJ jeweils zum 31.12.	Ist GJ18	Ist GJ19	Ist GJ20
	TEUR	TEUR	TEUR
<b>EBITDA unbereinigt</b>	8.175	8.548	22.514
Verkauf Edelmetallbestand	-2.440	0	-3.800
Erträge Auflösung Steuern-RSt.	2.054	0	0
<b>EBITDA bereinigt</b>	7.789	8.548	18.714

Die Bewertungsgutachterin hat im GJ 18 außerordentliche Erträge aus der Veräußerung von Vorräten in Höhe von TEUR 2.440 sowie Aufwendungen aus der Zuführung von Steuerrückstellungen in Höhe von TEUR 2.054 bereinigt. Im GJ 20 wurden ebenfalls außerordentliche Erträge aus dem Verkauf von Vorratsvermögen in Höhe von TEUR 3.800 bereinigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Jahresabschlüssen und der Überleitungsrechnung von nationalen Rechnungslegungsstandards auf IFRS für das GJ 20 abgestimmt. Ferner haben wir eigene Analysen möglicher zu bereinigender Sachverhalte durchgeführt und diese mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Zudem haben wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bereinigungen nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen, Anpassungen und Ausführungen zur Ertragslage durch die Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

**Galvanotechnik**

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Jahresabschlüssen nach nationalen Rechnungslegungsstandards sowie den historischen Finanzzahlen nach IFRS abgestimmt. Die Bewertungsgutachterin hat keine zu bereinigenden außerordentlichen Erträge oder Aufwendungen identifiziert. Wir haben eine Analyse zu möglichen Bereinigungen bei der Galvanotechnik durchgeführt. Die von uns identifizierten potentiellen Bereinigungen wurden mit der Bewertungsgutachterin diskutiert und für nicht wesentlich erachtet. Wir halten daher die Vorgehensweise von Deloitte für sachgerecht.

**Ögussa**

Folgende Tabelle zeigt das unbereinigte EBITDA, vorgenommene Bereinigungen und das bereinigte EBITDA für die GJ 18 bis GJ 20:

**Bereinigte Ertragslage Öqussa GmbH**

GJ jeweils zum 31.12.	Ist GJ18	Ist GJ19	Ist GJ20
	TEUR	TEUR	TEUR
<b>EBITDA unbereinigt</b>	4.627	6.743	13.601
Verkauf Edelmetallbestand	0	0	-1.760
<b>EBITDA bereinigt</b>	4.627	6.743	11.841

Die Bewertungsgutachterin hat im GJ 20 außerordentliche Erträge aus der Veräußerung von Vorräten in Höhe von TEUR 1.760 bereinigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Jahresabschlüssen nach nationalen Rechnungslegungsstandards sowie den historischen Finanzzahlen nach IFRS abgestimmt. Ferner haben wir eigene Analysen möglicher zu bereinigender Sachverhalte durchgeführt und diese mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Zudem haben wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bereinigungen nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen, Anpassungen und Ausführungen zur Ertragslage durch die Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

**UPMT**

Folgende Tabelle zeigt das unbereinigte EBITDA, vorgenommene Bereinigungen und das bereinigte EBITDA für die GJ 18 bis GJ 20:

**Bereinigte Ertragslage UPMT**

GJ jeweils zum 31.12.	Ist GJ18	Ist GJ19	Ist GJ20
	TEUR	TEUR	TEUR
<b>EBITDA unbereinigt</b>	7.157	5.160	6.025
Erträge aus Versicherungsentschädigungen	-205	0	0
<b>EBITDA bereinigt</b>	6.952	5.160	6.025

Im GJ 18 kam es zu einem Brand, in dessen Folge ein Schaden entstanden ist, der durch eine Versicherung entschädigt worden ist. Der direkte Schaden betrug rund MTHB 49 (TEUR 1.256). Die Versicherungsentschädigung betrug allerdings MTHB 57 (TEUR 1.461), da sowohl direkte Schäden als auch indirekte Schäden, wie bspw. interne Arbeitskosten für Vorbereitungen, zusätzliche Überstunden und weitere Zusatzkosten kompensiert wurden. Der Differenzbetrag aus der Versicherungsentschädigung und den direkten Schäden von MTHB 8 (TEUR 205) wurde im GJ 18 in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin hat aus Wesentlichkeitsgründen auf eine Bereinigung der Erträge aus Versicherungsentschädigungen verzichtet. Wir haben rein informatorisch eine Bereinigung dieser Erträge vorgenommen.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Jahresabschlüssen nach nationalen Rechnungslegungsstandards sowie den historischen Finanzzahlen nach IFRS abgestimmt. Die von uns identifizierten potentiellen Bereinigungen wurden mit der Bewertungsgutachterin diskutiert und für nicht wesentlich erachtet. Wir halten daher die Vorgehensweise von Deloitte für sachgerecht.

### Schöne Edelmetaal

Folgende Tabelle zeigt das unbereinigte EBITDA, vorgenommene Bereinigungen und das bereinigte EBITDA für die GJ 18 bis GJ 20:

#### Bereinigte Ertragslage Schöne

GJ jeweils zum 31.12.	Ist GJ18	Ist GJ19	Ist GJ20
	TEUR	TEUR	TEUR
<b>EBITDA unbereinigt</b>	473	3.738	2.629
Erträge aus Anlagenabgängen	0	-2.851	0
<b>EBITDA bereinigt</b>	473	887	2.629

Die Bewertungsgutachterin hat im GJ 19 außerordentliche Erträge aus der Veräußerung von Anlagevermögen in Höhe von TEUR 2.851 bereinigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Jahresabschlüssen nach nationalen Rechnungslegungsstandards sowie den historischen Finanzzahlen nach IFRS abgestimmt. Zudem haben wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bereinigungen nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen, Anpassungen und Ausführungen zur Ertragslage durch die Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

## b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse

Neben der Analyse der Vergangenheitszahlen dient zum Grundverständnis für die Plausibilisierung einer Unternehmensplanung die Kenntnis des für das Bewertungsobjekt relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds. In der Gutachtlichen Stellungnahme von Deloitte ist eine Beschreibung des für die Agosi-Gruppe relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds enthalten. Auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie eigener Recherchen haben wir diese Markt- und Wettbewerbsbeschreibung einer Analyse unterzogen und um eigene Analysen ergänzt.

### Volkswirtschaftliche Entwicklungen

Die globale volkswirtschaftliche Entwicklung wird maßgeblich durch die Covid-19-Pandemie beeinflusst. Insbesondere steigende Fallzahlen und Virusmutationen haben wiederholt schärfere Eindämmungsmaßnahmen zur Folge, bspw. Lockdowns, die nachhaltig die volkswirtschaftlichen Indikatoren beeinflussen.

Die Weltwirtschaft (ohne Euroraum) ist in 2020 um rd. 3,0 % geschrumpft. Für das Jahr 2021 wird von der Bundesbank ein Wachstum von rd. 5,75 %, für die Jahre 2022 und 2023 von rd. 4,0 % bzw. 3,5 % prognostiziert. Für den internationalen Handel wird laut Bundesbank eine vergleichbare Entwicklung angenommen.<sup>1</sup>

Für die EU-Wirtschaft wird 2021 laut EU-Kommission ein Wachstum von 3,7 % und für 2022 ein Wachstum von 3,9 % prognostiziert.<sup>2</sup> Dies wird insbesondere mit dem Fortschritt der nationalen Impfkampagnen begründet, die einen positiven Effekt auf die Wirtschaft ausüben sollen.

Die Entwicklung der deutschen Wirtschaft wird, analog zur globalen und EU-Entwicklung, durch die Covid-19-Pandemie geprägt. Aufgrund staatlicher Eindämmungsmaßnahmen lag die Wirtschaftsleistung in 2020 deutlich unter dem Vorjahresniveau. Den aktuellen Erhebungen der Deutschen Bundesbank zufolge ging das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in 2020 um 5,5 % zurück. Für 2021 und 2022 wird ein Wachstum von 3,0 % bis 4,5 % erwartet.<sup>3</sup>

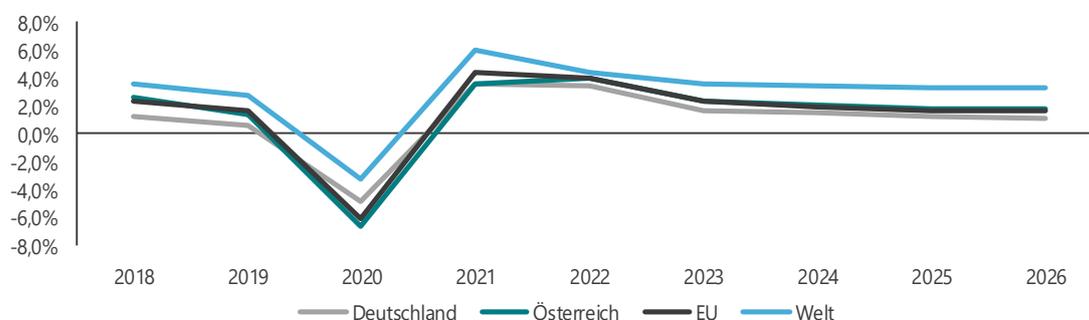
---

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2021), Bundesbank-Prognose (von 2021 - 2023).

<sup>2</sup> Vgl. Europäische Kommission (European Economic Forecast Winter 2021).

<sup>3</sup> Vgl. Bundesbank (Jahresübersicht 12.2020).

Prognostiziertes Wachstum des BIP in ausgewählten Volkswirtschaften



Quelle: Internationaler Währungsfonds (2021)

Laut Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) befindet sich die deutsche Volkswirtschaft derzeit auf einem stabilen Erholungspfad nach der durch die Corona-Pandemie hervorgerufenen Rezession. Der Drei-Monats-Ausblick für das zweite Quartal 2021 geht von einer Rezessionswahrscheinlichkeit von 6,5 % aus. Die geringe Rezessionswahrscheinlichkeit beruht auf positiven Erwartungen der Finanzmärkte und einer Steigerung des ifo-Geschäftsklimas.<sup>4</sup>

Der Prognose der EU-Kommission zufolge wird die Inflation im Euroraum von 0,3 % im Jahr 2020 auf 1,4 % im Jahr 2021 steigen, bevor diese in 2022 mit 1,3 % leicht rückläufig erwartet wird. Für eine vergleichsweise hohe Inflation in 2021 sorgt der Energiepreisanstieg, steuerliche Anpassungen – vor allem in Deutschland nach Wegfall der temporären Reduzierung des Umsatzsteuersatzes – und die Auswirkungen des Nachfragerückstaus, der mit einigen noch verbleibenden Angebotsengpässen zusammentrifft. Diese Gründe sollten in 2022 größtenteils entfallen, was voraussichtlich zu einer geringeren Inflation führen wird.<sup>5</sup>

### Preisentwicklung Edelmetallmärkte

Die Gesellschaften der Agosi Gruppe sind, wie bereits beschrieben, auf dem Rohstoffmarkt, insbesondere dem Edelmetallmarkt tätig. Ein Großteil des Geschäftserfolges ist auf Basis des bestehenden Geschäftsmodells abhängig von der Entwicklung der Edelmetallpreise. Aufgrund des verarbeiteten Volumens durch die Agosi-Entitäten kommt der Preisentwicklung von Gold eine besondere Bedeutung zu.

Für die Plausibilisierung der Edelmetallpreisprognose der Agosi-Gruppe wurden zum einen Preis-schätzungen von Analysten aus Bloomberg verwendet. Darüber hinaus wurden Analystenreports verschiedener Banken für die Plausibilisierung der Edelmetallpreise herangezogen.

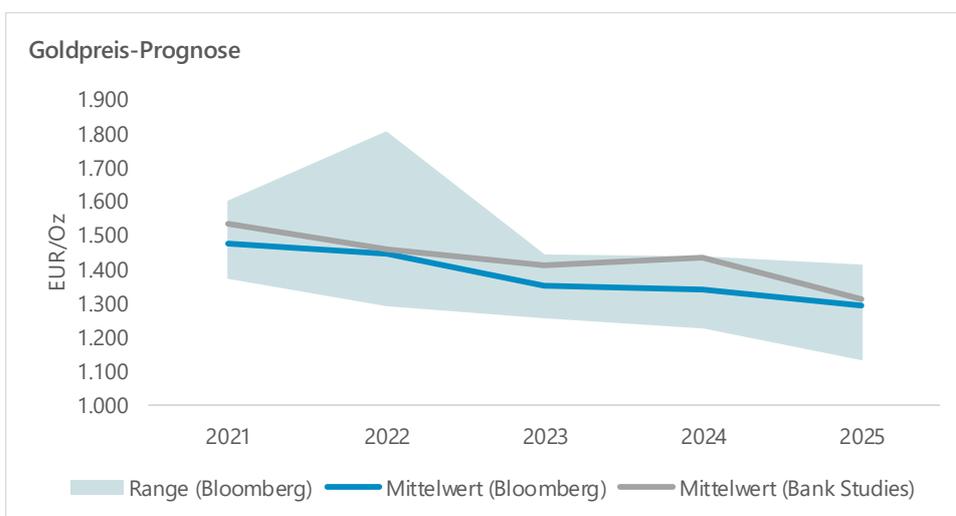
<sup>4</sup> Vgl. IMK (2021), IMK Konjunkturindikator

<sup>5</sup> Vgl. Europäische Kommission (2021), Bundesbank-Prognose: Jährliche Inflation

Gold

Der Goldpreis hat 2020 ein Allzeithoch bei rd. EUR 1.800/Oz erreicht. Diese Entwicklung wird maßgeblich durch die Einschätzung von Gold als sichere Kapitalanlage in unsicheren Zeiten getrieben. Das Allzeithoch ist somit auf die Covid-19 Pandemie und die damit einhergehende Unsicherheit zurückzuführen. Allerdings war bereits 2019 eine steigende Tendenz des Goldpreises zu verzeichnen, maßgeblich beeinflusst durch makroökonomische Faktoren wie beispielsweise den Handelskrieg zwischen den USA und China. Zusätzlich begünstigt das anhaltend niedrige Zinsniveau die Goldpreisentwicklung.

In der nachstehenden Grafik ist die erwartete Entwicklung des Goldpreises nach verschiedenen Datenquellen abgebildet. Die Bandbreite stellt den Bereich zwischen den minimalen und maximalen Preiserwartungen je Feinunze auf Basis von Bloomberg-Schätzungen dar. Zusätzlich ist der Mittelwert der Bloomberg-Schätzungen und der ermittelte Mittelwert auf Basis von Bankstudien abgetragen. Diese Analyse wird analog bei den übrigen Edelmetallen angewandt.



Generell ist ein rückläufiger Trend der Goldpreise über alle Datenquellen für den Zeitraum bis 2025 zu beobachten. So entwickelt sich der Mittelwert der Bloomberg-Schätzungen ausgehend von EUR 1.473/Oz in 2021 rückläufig auf EUR 1.290/Oz in 2025. Ein Grund für den erwarteten Rückgang liegt in der Erwartung der Entspannung der Covid-19-Pandemie. Durch den weltweiten Impffortschritt kommt es zu einer Verringerung der künftigen makroökonomischen Unsicherheit. Zusätzlich werden mit der einhergehenden Erholung der Volkswirtschaften steigende Zinsniveaus erwartet, wodurch Gold durch andere Kapitalanlagen substituiert werden könnte.<sup>6</sup> Außerdem ist in 2020 die Förderung von Gold in einer der weltweit größten Minen in Südafrika aufgrund eines Covid-19-Virusausbruchs zum Erliegen gekommen, was zu einer Verknappung des Angebots führte. Die Wiederaufnahme der Förderung hat dementsprechend eine entspannende Wirkung auf den Goldpreis (im Vergleich zu 2020).

Die Analysen ergeben, dass die Prognosen des Goldpreises der Agosi AG in den Jahren 2021 bis 2025 innerhalb der Bandbreite der Bloomberg-Prognosen liegen. Die Prognosen werden dementsprechend als plausibel erachtet.

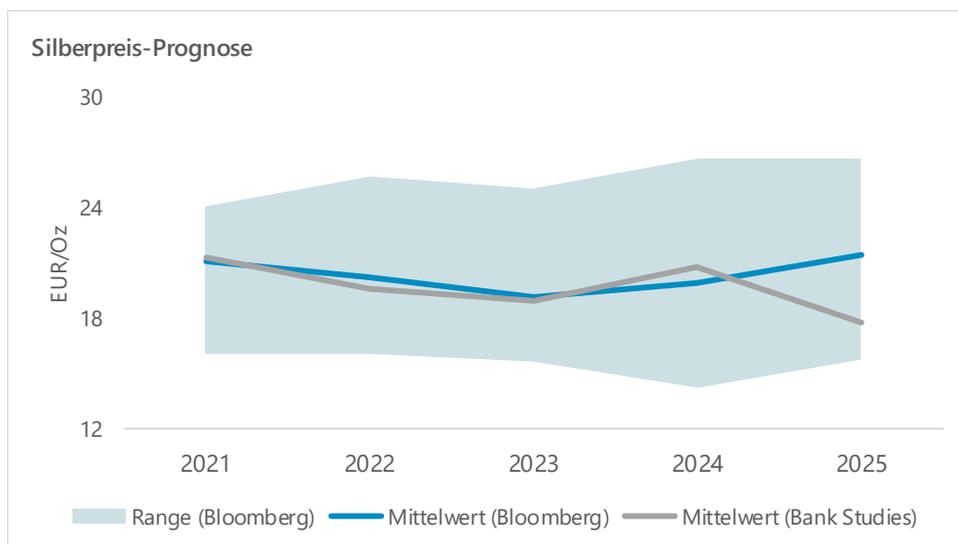
<u>Schätzungen des Goldpreises (EUR/Oz)</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>CAGR 21-25</u>
Mittelwert (Bloomberg)	1.473	1.446	1.346	1.334	1.290	-3,3%
Mittelwert (Bank Studies)	1.531	1.457	1.410	1.431	1.309	-3,8%
Mittelwert CIQ	1.595	1.583	1.526	1.445	1.422	-2,8%

## Silber

Neben dem Goldpreis ist der Silberpreis einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf die Geschäftszahlen der Agosi-Gruppe. Generell ist die Entwicklung des Silberpreises stark mit der Entwicklung des Goldpreises verbunden, wodurch die oben beschriebenen Einflussfaktoren auf Gold auch für Silber Anwendung finden. Allerdings profitiert Silber laut der Einschätzung einer Marktstudie von UBS mehr von einer stärkeren Nachfrage nach Industriemetallen, was die Möglichkeit eröffnet, dass die Preisentwicklung von Silber die von Gold im Planungszeitraum übertrifft.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> J.P. Morgan (2020), Precious Metals Quarterly

<sup>7</sup> UBS Global (2020), Miners' Price Review



Diese Einschätzung spiegelt auch der Verlauf des Mittelwerts der Analystenschätzung (Bloomberg) wider. Nach einem Rückgang der Preisprognose von EUR 21/Oz in 2021 auf EUR 19/Oz in 2023, wird eine Erholung des Preises bis 2025 auf ein ähnliches Niveau von 2021 prognostiziert. Generell ist festzuhalten, dass die Einschätzungen uneinheitlich sind. So ist die Bandbreite der Bloomberg Prognosen im Planungszeitraum sehr hoch (EUR 8/Oz in 2021, EUR 11/Oz in 2025). Zusätzlich zeigen die prognostizierten Entwicklungen auf Basis der Bankstudien einen fallenden Kurs zwischen 2020 und 2025 (CAGR: - 4,5 %).

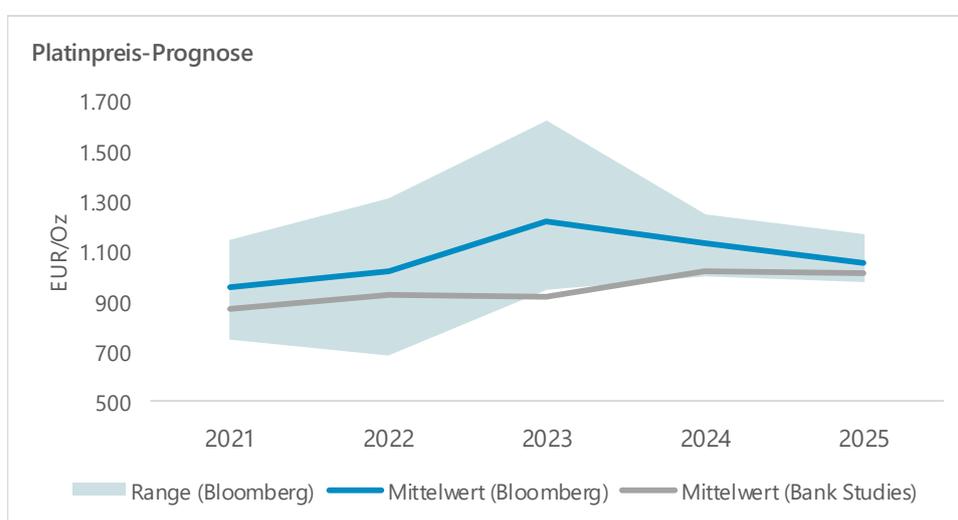
Die von der Agosi AG prognostizierte Preisentwicklung 2021 bis 2025 für Silber liegt innerhalb der Bandbreite der Bloomberg-Schätzungen. Aus diesem Grund wird die zugrundeliegende Silberpreisprognose als plausibel angesehen.

Schätzungen des Silberpreises (EUR/Oz)	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR 21-25
Mittelwert (Bloomberg)	21	20	19	20	21	0,4%
Mittelwert (Bank Studies)	21	19	19	21	18	-4,5%
Mittelwert CIQ	22	21	20	19	17	-5,5%

## Platin

Da Platin zu großen Teilen Anwendung im Industriebereich findet, insbesondere in Pkw-Katalysatoren, ist die Preisentwicklung maßgeblich geprägt durch die Nachfrage dieses Bereich. Laut einer Studie von Morgan Stanley könnten diverse Entwicklungen zu steigenden Platinpreisen in der Zukunft führen. Dazu zählt zum einen die Möglichkeit, Palladium durch Platin im Bereich der Katalysatoren zu substituieren.

Zum anderen ist weltweit eine Tendenz zu strengeren Emissionsregelungen, vor allem in China, zu beobachten. Zur Emissionsreduktion, insbesondere im Bereich der Automobile, muss ein höheres Volumen der Edelmetalle verarbeitet werden, was einen Nachfrageanstieg begründen könnte. Zusätzlich kommt Platin auch bei der Herstellung von Katalysatoren im Bereich der Brennstoffzellen zum Einsatz.<sup>8</sup> Da der Antrieb durch Brennstoffzellen als potenzielle Zukunftstechnologie eingeschätzt wird, könnte dies die Nachfrage in der Zukunft erhöhen. Diese Erwartungen wird durch die Analysteneinschätzungen (Bloomberg) untermauert.



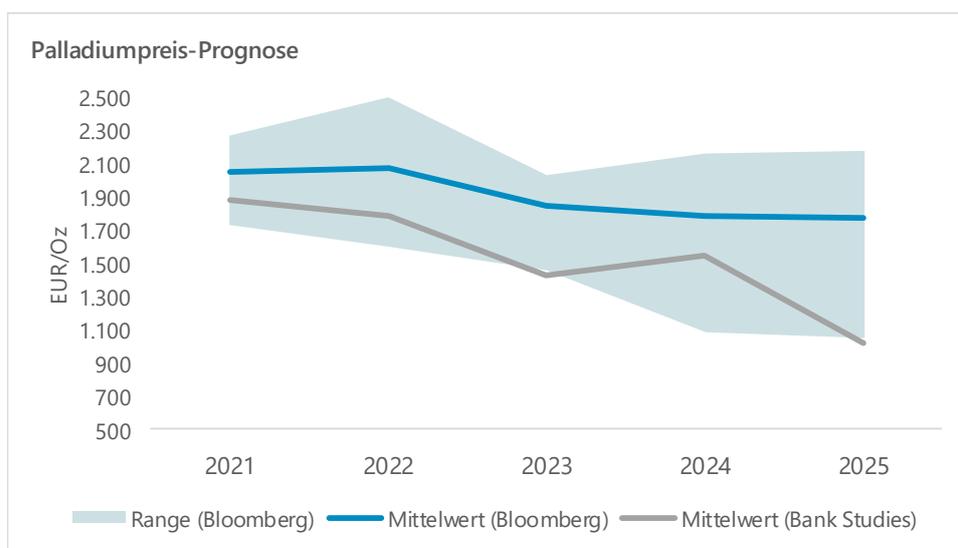
Im Mittel (Bloomberg) wird der Platinpreis, ausgehend von EUR 961/Oz in 2021, steigend auf EUR 1.051/Oz in 2025 eingeschätzt, was einem CAGR von 2,3 % entspricht. Die Preisprognosen der Agosi AG für Platin liegen ab 2023 außerhalb der Bandbreite der Bloomberg-Analystenschätzungen, liegen aber noch innerhalb der von der Bewertungsgutachterin auf der Grundlage der Daten von Capital IQ ermittelten Bandbreite. Insofern erachten wir die prognostizierte Preisentwicklung als plausibel.

Schätzungen des Platinpreises (EUR/Oz)	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR 21-25
Mittelwert (Bloomberg)	961	1.019	1.222	1.136	1.052	2,3%
Mittelwert (Bank Studies)	867	926	915	1.022	1.012	3,9%
Mittelwert CIQ	912	942	949	936	949	1,0%

<sup>8</sup> Morgan Stanley (2020), The Price Deck - 1Q 2021

## Palladium

Wesentlicher Treiber der prognostizierten Palladiumpreisentwicklung ist, wie im Bereich Platin beschrieben, der technologische Fortschritt und die Möglichkeit der Substitution von Palladium durch Platin. Dies wird durch den erwarteten Preisrückgang über alle Datengrundlagen reflektiert.

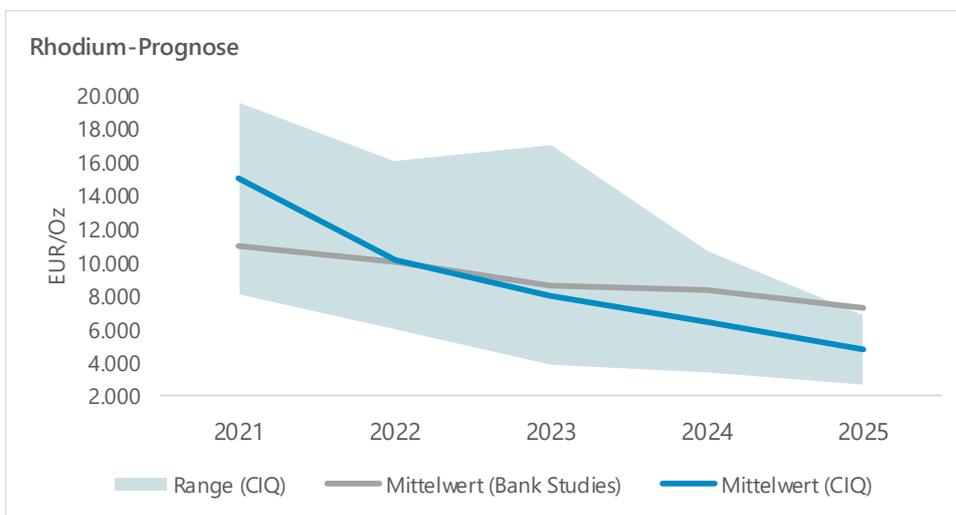


Der Mittelwert der Analystenschätzungen (Bloomberg) entwickelt sich von EUR 2.043/Oz in 2021 rückläufig auf EUR 1.767/Oz in 2025, was einem CAGR von - 3,6 % entspricht. Ein stärkerer Rückgang wird im Mittel von den Bankstudien prognostiziert, ausgehend von EUR 1.883/Oz in 2021 auf EUR 1.021/Oz in 2025 (CAGR - 14,2 %). Die Preisprognosen der Agosi AG liegen über alle Planperioden innerhalb der ermittelten Bandbreite der Bloomberg Schätzungen. Vor diesem Hintergrund erachten wir die in der Planung angesetzte Preisentwicklung als plausibel.

<u>Schätzungen des Palladiumpreises (EUR/Oz)</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>CAGR 21-25</u>
Mittelwert (Bloomberg)	2.043	2.075	1.839	1.780	1.767	-3,6%
Mittelwert (Bank Studies)	1.883	1.781	1.430	1.540	1.021	-14,2%
Mittelwert CIQ	1.955	1.814	1.602	1.469	1.217	-11,2%

## Rhodium

Der Rhodiumpreis wird im Wesentlichen durch die Nachfrage im Bereich der Katalysatoren für Automobile getragen. So geht ca. 87 % der Gesamtnachfrage auf diesen Bereich zurück. Durch technologischen Fortschritt besteht die Möglichkeit, Rhodium durch Platin zu substituieren, ähnlich zu Palladium. Aus diesem Grund verweisen wir auf die Ausführungen zu den Edelmetallen Platin/Palladium dieses Abschnitts.



Da über Bloomberg keine Schätzungen für die zukünftige Preisentwicklung von Rhodium bis 2025 verfügbar sind, wurde auf die Analystenschätzungen der Datenbank Capital IQ abgestellt. Insgesamt wird die Preisentwicklung stark rückläufig eingeschätzt, im Mittel (CIQ) von EUR 14.981/Oz in 2021 auf EUR 4.793/ Oz in 2025, was einem CAGR von - 24,8 % entspricht.

Da die von der Agosi AG prognostizierte Preisentwicklung innerhalb der Bandbreite (CIQ) liegt, erachten wir die angenommenen Preise in der Planung als plausibel.

Schätzungen des Palladiumpreises (EUR/Oz)	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR 21-25
Mittelwert (CIQ)	14.981	10.151	7.940	6.404	4.793	-24,8%
Mittelwert (Bank Studies)	10.970	9.945	8.561	8.320	7.297	-9,7%

## Nachfrageentwicklung relevanter Absatzmärkte

### Schmuckindustrie

Die Gesellschaften des Geschäftsbereichs JIM produzieren Werkstoffe für die Verwendung in der Schmuck- und Uhrenindustrie. Nachfolgende Grafik zeigt die von UBS prognostizierte Nachfrage nach Edelmetallen in der Schmuckindustrie.

Entwicklung des Nachfragevolumens von Gold und Silber im Bereich Schmuck



Quelle: UBS Global I/O: Miners' Price Review

Entwicklung des Nachfragevolumens von Platin im Bereich Schmuck

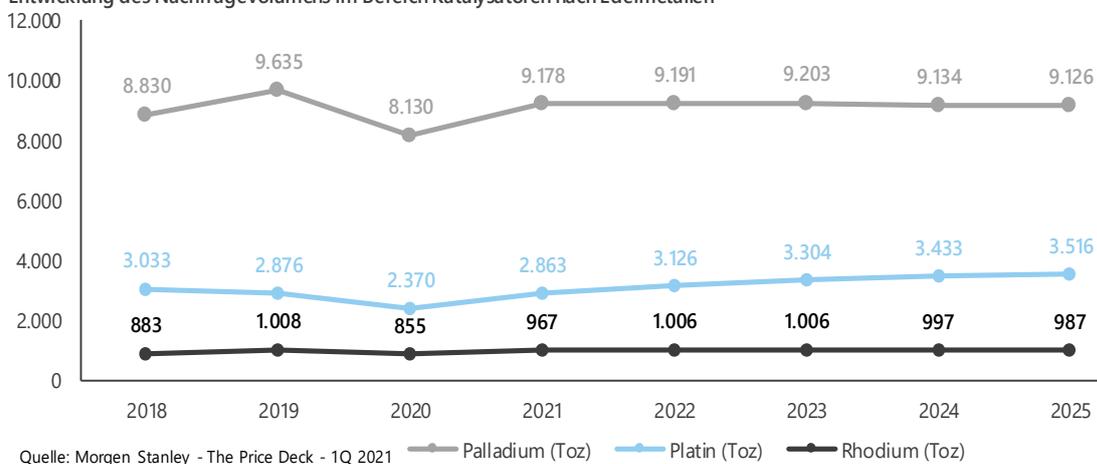


Die Nachfrage nach Gold entwickelt sich nach der Marktstudie von UBS<sup>9</sup> in den Planungsperioden steigend von MOz 68 in 2021 auf MOz 77 in 2025, was einem CAGR von 5,0 % entspricht. Dagegen wird das Volumen von Silber in diesem Zeitraum mit MOz 185 als konstant prognostiziert. Für Platin wird eine leichte Steigerung von TOz 2.077 in 2021 auf TOz 2.162 in 2025 erwartet, was einem CAGR von 1,0 % entspricht. Im Wesentlichen ist festzuhalten, dass die Nachfrage nach Edelmetallen im Vergleich zum ersten Planjahr 2021 relativ konstant bleibt.

### Katalysatoren

Die Nachfrage nach den Edelmetallen Platin, Palladium und Rhodium ist insbesondere getrieben durch die Produktion von Katalysatoren. Zusätzlich bedingen stärkere Umweltschutzregulierungen höhere Volumina der Edelmetalle. Ausgehend von dem Niveau 2021, schätzt eine Marktstudie von Morgan Stanley die Nachfrage nach Palladium und Rhodium nahezu konstant ein (CAGR von - 0,1 % bzw. 0,5 %), während die Nachfrage nach Platin signifikant mit einem CAGR von 5,3 % ansteigend prognostiziert wird.<sup>10</sup> Diese Entwicklung spiegelt die oben beschriebene erwartete Substitution von Palladium und Rhodium durch Platin wider. Die insgesamt steigenden Mengen über alle Edelmetalle hinweg sind auf weltweit verstärkte Regulierungen im Bereich der Emissionen zurückzuführen.

Entwicklung des Nachfragevolumens im Bereich Katalysatoren nach Edelmetallen



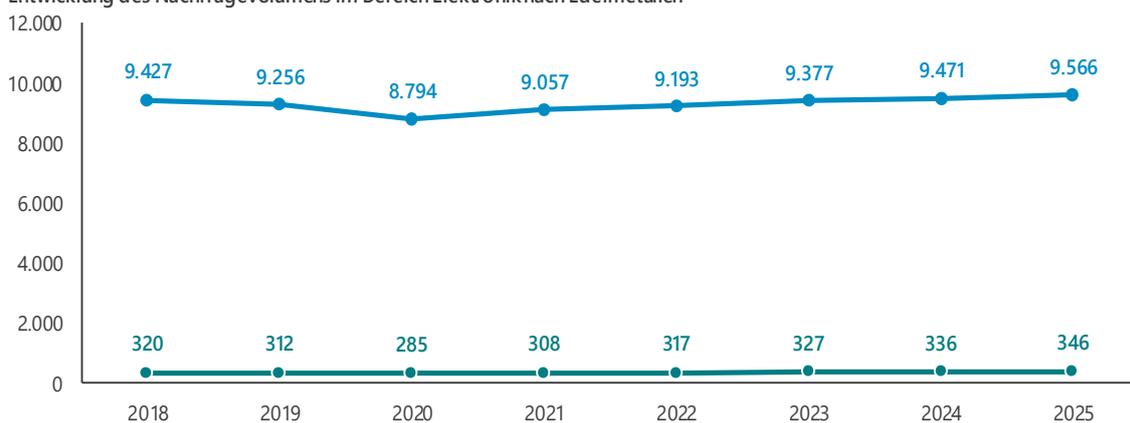
<sup>9</sup> Vgl. UBS Global (2020), Miners' Price Review

<sup>10</sup> Vgl. Morgan Stanley (2020), The Price Deck - 1Q 2021

Elektroindustrie

Ein weiterer relevanter Absatzmarkt stellt für die Agosi-Gruppe die Elektroindustrie dar. Laut einer Studie von Morgan Stanley wird in diesem Bereich - über alle Edelmetalle - eine steigende Nachfrage zwischen 2021 und 2025 prognostiziert. Insbesondere die Nachfrage nach Gold soll von 308 Tonnen in 2021 auf 346 Tonnen in 2025 ansteigen (CAGR: 3,0 %). Die Nachfrage nach Silber wird mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 1,4 %, nach Platin mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 1,5 % und nach Palladium mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 0,2 % prognostiziert.<sup>11</sup> Das Nachfragewachstum lässt sich mit dem generellen technischen Fortschritt und der damit einhergehenden zunehmenden Verarbeitung von Edelmetallen im Elektronik-Sektor begründen.

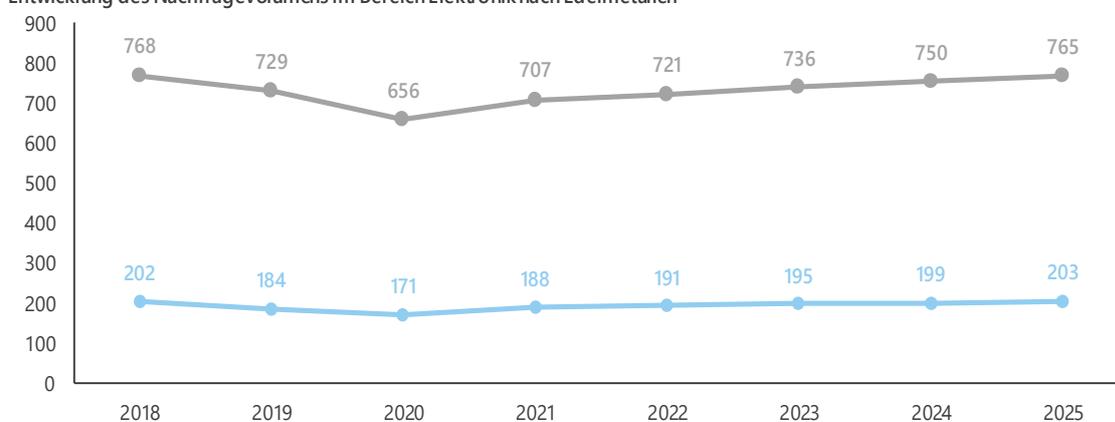
Entwicklung des Nachfragevolumens im Bereich Elektronik nach Edelmetallen



Quelle: Morgan Stanley - The Price Deck - 1Q 2021

— Gold (Tonnen)      — Silber (Tonnen)

Entwicklung des Nachfragevolumens im Bereich Elektronik nach Edelmetallen



Quelle: Morgan Stanley - The Price Deck - 1Q 2021

— Palladium (Toz)      — Platin (Toz)

<sup>11</sup> Vgl. Morgan Stanley (2020), The Price Deck - 1Q 2021

## **Wettbewerbsumfeld**

### Agosi AG

Die Agosi AG zählt zu den führenden Anbietern auf dem europäischen Edelmetallmarkt. Dies betrifft insbesondere den Bereich Recycling, vor allem von Gold. Aufgrund der langen Tradition und Präsenz am Markt ist die Agosi AG als Anbieter von Services rund um den gesamten Edelmetallkreislauf anerkannt. Die hohe Qualität der Produkte wird u. a. mit den Zertifikaten der LBMA („London Bullion Market Association“) und des RJC (Responsible Jewellery Council) belegt. Zu den Services der Agosi AG zählen zudem Finanzierungsangebote an Kunden.

Die Agosi AG ist in einem Zwischenbereich tätig („der Größte unter den Kleinen“), was sowohl regionale als auch internationale Konkurrenz zur Folge hat. Regionale traditionsreiche Konkurrenten sind bspw. die Heimerle & Meule GmbH, Pforzheim, und die C. Hafner GmbH & Co. KG, Pforzheim, die beide Mitte des 19. Jahrhunderts gegründet wurden. Zu den deutschen, international aufgestellten Konkurrenten zählen unter anderem die Heraeus Holding GmbH, Hanau, und die Aurubis AG, Hamburg, die allerdings einen signifikant höheren Umsatz als die Agosi AG realisieren. Weitere internationale Wettbewerber sind bspw. Jonson Matthey Plc, London, und Asahi Holdings Inc, Tokio. Durch den fokussierten Zwischenbereich der Agosi AG nehmen Überschneidungen des Leistungsportfolios mit wachsender Größe der Konkurrenten ab, da diese in der Regel auf große Industriekunden spezialisiert sind. Insofern betreffen Überschneidungen nur einzelne Geschäftsbereiche. Im Verhältnis zu den kleineren, lokalen Wettbewerbern hat die Agosi AG allerdings Kapazitätsvorteile, was dementsprechend eine Nische zwischen kleinen und großen Wettbewerbern eröffnet.

### Galvanotechnik

Das Geschäftsfeld der Galvanotechnik wird maßgeblich durch hohe Aufwendungen für Forschung und Entwicklung und der damit einhergehenden Patentierung von geistigem Eigentum geprägt. Dies wirkt dementsprechend als Markteintrittsbarriere für Konkurrenten, insbesondere auf Einzelkundenbasis. Auskunftsgemäß werden Lieferanten aufgrund der Spezifizierungen der Produkte und möglicher Umstellungskosten selten ersetzt. Durch die erfolgreiche Gewinnung von Kunden im Bereich der Steckverbinder ist trotz einer intensiven Konkurrenzsituation davon auszugehen, dass die Galvanotechnik ihre Wettbewerbsposition halten kann.

### Ögussa

Das Geschäft der Ögussa ist insbesondere durch das Privatkundengeschäft in Österreich geprägt.

Auskunftsgemäß stehen die Margen und der Marktanteil von Ögussa zunehmend durch den relativ neuen Konkurrenten Philoro unter Druck, der das Geschäftsmodell der Ögussa, begleitet durch aggressive Marketingmaßnahmen, kopiert. Neben dem Aufbau eines eigenen Filialnetzes wurde die Investition in eine LBMA-Goldfabrik durch Philoro angekündigt, was zusätzliche Überschneidungen zu dem Geschäftsmodell der Ögussa zur Folge haben wird. Laut Management ist davon auszugehen, dass Ögussa Marktanteile an den Wettbewerber verlieren wird, begleitet von schwächeren Margen, insbesondere im Privatkundengeschäft.

### UPMT

Insgesamt ist das Geschäftsmodell der UPMT stark auf den Hauptkunden Pandora ausgerichtet, was hohe Anforderungen an die Qualität zur Folge hat. Dies wird unter anderem durch zertifizierte Lieferketten (CoC) reflektiert. Wettbewerber sind vor allem lokal in Thailand ansässig. Diese sind jedoch eher im niedrig bepreisten Segment, einhergehend mit verhältnismäßig geringerer Qualität, aktiv. Diese Anbieter können daher nicht die von Pandora geforderten Standards einhalten. Zusätzlich sind die Fabriken von UPMT und Pandora in räumlicher Nähe angesiedelt, was kurze Lieferwege und schnelle Reaktionsmöglichkeiten auf neue Anforderungen begründet.

In der Vergangenheit wurde ein formaler Ausschreibungsprozess durch Pandora eingeleitet mit dem Ziel, eine Dual-Sourcing Strategie zu implementieren und somit Abhängigkeiten zu verringern. Auskunftsgemäß verfügt aber kein Wettbewerber über die geforderten Qualitätsstandards bzw. über die nötige Infrastruktur, um kurzfristig UPMT als Hauptlieferanten von Pandora zu ersetzen.

### Schöne Edelmetaal

Die Schöne Edelmetaal hat trotz der durchgeführten Umstrukturierung einen signifikanten Marktanteil im Bereich Recycling und Investmentbarren inne. Insbesondere der betriebene Webshop für Kunden in Belgien und das Onlineportal für B2B-Kunden sind für die Wettbewerbsposition relevant. Der Gründer des belgischen Hauptwettbewerbers Tony Goetz NV, Antwerpen, ist aktuell in Rechtsstreitigkeiten verwickelt. Aus den daraus resultierenden negativen Folgen für die Tony Goetz NV, Antwerpen, bestehen Chancen für die Schöne Edelmetaal, den Marktanteil in Belgien weiter auszubauen. Zusätzlich soll der Webshop zukünftig auch für niederländische Kunden geöffnet werden, wodurch die Wettbewerbsposition weiter gestärkt werden soll.

### c) Operative Planungsrechnung

#### Planungsprozess

Die Agosi AG sowie ihre Tochtergesellschaften erstellen für jede Gesellschaft eine integrierte Unternehmensplanung, bestehend aus einer Ertrags-, Bilanz-, sowie Kapitalflussplanung. Der Planungszeitraum der Gesellschaften umfasst den Zeitraum 2021 bis 2025. Eine Ausnahme bildet die Planungsrechnung des Projekts Samos. Hier erstreckt sich der Planungszeitraum für das Projekt Samos bis GJ 30.

Die Planung wird einheitlich nach IFRS erstellt. In der Planung entspricht das GJ bei allen Gesellschaften dem Kalenderjahr. Die Unternehmensplanung der Agosi AG und deren Tochtergesellschaften wurde vom Vorstand der Agosi AG am 17. November 2020 beschlossen. Der Planungsprozess für die Planungsrechnung der Planjahre 2021 bis 2025 folgte nach den gleichen Schritten wie in den Vorjahren. Nach Aussage des Managements der Agosi AG bestanden zum Zeitpunkt der Verabschiedung der Planung keine konkreten Maßnahmen für einen Squeeze-out.

Ergänzend zu dem regulären Planungsprozess werden die Planungen regelmäßig einer Aktualisierung unterzogen. Hierzu wird die Entwicklung der Edelmetallpreise quartalsweise überprüft und die Planungen auf Basis der aktualisierten Edelmetallpreise angepasst. Hintergrund ist die hohe Volatilität der Edelmetallpreise. Die Prognose der Edelmetallpreise wird konzernübergreifend von der Umicore-Gruppe durch das zentrale Group Controlling vorgenommen und basiert auf externen Marktanalysen sowie internen Analysen durch die Umicore-Gruppe. Die Edelmetallpreise werden auf Quartalsbasis vom Umicore Controlling erstellt. Die erste Aktualisierung der Planung erfolgte im Januar 2021 auf Basis der Edelmetallprognosen (0+12 Forecast). Die zweite Aktualisierung erfolgte im März 2021 (3+9 Forecast). Hierbei wurden die Planjahre 2021 und 2022 modifiziert. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden Planungsrechnungen wurden auf Basis der Geschäftsentwicklung zum 31. März 2021 aktualisiert.

Die aktualisierte Planungsrechnung wurde am 10. Mai 2021 durch den Vorstand der Agosi AG aufgestellt und am 2. Juni 2021 formal beschlossen.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir uns den Planungsprozess durch die planungsverantwortlichen Personen erläutern lassen und diesen nachvollzogen. Im Ergebnis halten wir den Planungsprozess für geeignet, eine für Zwecke der Unternehmensbewertung als Grundlage heranzuziehende Planungsrechnung zu erstellen.

## **Plan-Ist-Vergleich**

Zur Einschätzung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin für die Jahre 2018 bis 2020 einen Vergleich der im jeweiligen Vorjahr geplanten Ertragslage jedes Bewertungsobjekts auf Basis der Mittelfristplanung mit der entsprechenden Ist-Ertragslage vorgenommen (Plan-Ist-Vergleich). Basis des Plan-Ist-Vergleichs stellt die jeweils unbereinigte Ertragslage nach IFRS dar.

Da die Edelmetallpreise einen erheblichen Einfluss auf die Ertragslage haben, hat die Bewertungsgutachterin zusätzlich einen Plan-Ist-Vergleich der geplanten mit den Ist-Edelmetallpreisen für die wichtigsten Edelmetalle vorgenommen.

Neben der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Plan-Ist-Vergleiche auf Basis der jeweils aktuellsten Planwerte aus der Vorjahresplanung, haben wir zusätzlich einen Plan-Ist-Vergleich am Beispiel der Agosi AG für den Mehrjahreszeitraum auf Basis der Mittelfristplanungen GJ 18 - GJ 22, GJ 19 - GJ 23 und GJ 20 - GJ 24 vorgenommen, um am Beispiel der Agosi AG eine Einschätzung über die mittelfristige Planungsgüte zu erhalten.

### Edelmetallpreise

Aufgrund der Bedeutung der Edelmetallpreise auf die Ertragslage der Bewertungsobjekte hat die Bewertungsgutachterin einen Vergleich der prognostizierten Plan-Edelmetallpreise mit den tatsächlichen Ist-Werten vorgenommen.

Die Abweichungsanalyse zwischen Plan- und Ist-Werten zeigt für die GJ 18 und GJ 19 keine systematischen Abweichungen. Für das GJ 20 zeigen sich vor allem bei Gold erhebliche Abweichungen, die auf die stark erhöhte Nachfrage nach physischem Gold als sicherem Hafen in der Covid-19-Pandemie zurückzuführen ist.

### Agosi AG

Bei der Agosi AG resultiert im GJ 18 eine deutliche Planverfehlung auf Ebene der Umsatzerlöse (- 15,0 %) sowie des EBIT (- 51,2 %). Die Planunterschreitung bei den Umsatzerlösen resultiert auskunftsgemäß aus Preiseffekten, wohingegen die Planunterschreitung beim EBIT u. a. aus erhöhten Aufwendungen im Zusammenhang mit einer Studie und einem Projekt zur Produktionsverlagerung resultiert. Letztendlich soll jedoch keine Produktionsverlagerung durchgeführt werden. Im GJ 19 sind deutliche Planübererfüllungen zu verzeichnen, sowohl bei den Umsatzerlösen (+ 64,0 %) als auch beim EBIT (+ 315,4 %), im GJ 20 liegen die Umsatzerlöse (+ 21,7 %) sowie das EBIT (+ 276,9 %) ebenfalls deutlich über Plan. Diese Effekte sind im Wesentlichen auf die unerwartet hohen Edelmetallpreise zurückzuführen.

Bei der zusätzlich durch uns vorgenommenen Plausibilisierung der Plan-Werte auf Basis der Mittelfristplanung zeigen sich vor allem für die Umsatzerlöse auf Basis der Mittelfristplanung GJ 18 bis GJ 22 deutlich positive Abweichungen der Ist-Werte vom Plan für die GJ 19 und GJ 20, was ebenfalls auf die deutlich stärker als prognostiziert gestiegenen Edelmetallpreise zurückzuführen ist. Bezogen auf die realisierten Rohertragsmargen zeigt sich, dass diese systematisch unter Plan liegen. Die realisierten EBIT-Margen lagen leicht unter bzw. auf dem geplanten Niveau.

#### Galvanotechnik

Die Galvanotechnik weist in allen Betrachtungsperioden deutliche Planüberschreitungen bei den Umsatzerlösen auf. Diese lagen im GJ 18 um 22,5 %, im GJ 19 um 39,1 % und im GJ 20 um 33,8 % über den Planwerten. Diese Effekte sind zum überwiegenden Teil auf die über Plan liegenden Edelmetallpreise zurückzuführen, vor allem für Rhodium und Palladium. In den GJ 18 und GJ 19 lagen die realisierten Ist-EBIT-Werte mit rund + 10,4 % bzw. + 2,1 % vergleichsweise moderat über Plan, im GJ 20 jedoch mit + 31,7 % deutlich über Plan. Bezogen auf die geplanten EBIT-Margen zeigen sich jedoch nur unwesentliche Abweichungen der Ist-Margen zu den geplanten EBIT-Margen.

#### Ögussa

In allen Betrachtungsjahren übersteigen sowohl die Umsatzerlöse als auch das EBIT die Planwerte. Die Abweichungen der Umsatzerlöse resultieren im Wesentlichen aus höher als erwarteten Edelmetallpreisen und betragen im GJ 18 + 20,4 %, im GJ 19 + 49,0 % und im GJ 20 + 69,8 %. Das jeweils deutlich über den Planwerten liegende EBIT (GJ 18 + 20,3 %; GJ 19 + 84,5 %; GJ 20 + 197,2 %) resultiert ebenfalls teilweise aus den höheren Edelmetallpreisen. Im GJ 18 war das EBIT zudem durch geringer als geplante Konzernumlagen beeinflusst. Zudem wurden Abschreibungen, die für das GJ 18 geplant waren, in das GJ 19 verschoben.

Insgesamt zeigt sich, dass die geplanten EBIT-Margen in den GJ 18 und GJ 19 erreicht bzw. leicht übertroffen worden sind. Im GJ 20 hat sich aufgrund der außergewöhnlichen Edelmetallpreisentwicklung eine deutliche Planüberschreitung ergeben.

#### UPMT

Für das GJ 18 zeigt die UMPT eine deutliche Planverfehlung beim Umsatz in Höhe von rund - 22,0 %. Dieser Effekt ist auskunftsgemäß auf den Umsatzrückgang mit dem Hauptkunden Pandora zurückzuführen. Das über Plan liegende EBIT im GJ 18 resultiert vor allem aus einer besseren Rohertragsmarge sowie niedrigeren Personalaufwendungen. Dem entgegen wirkten sich über dem Planansatz entstandene Produktionskosten aufgrund von Auslagerungen aus.

Für das GJ 19 lagen die realisierten Umsatzerlöse (- 5,1 %) sowie das EBIT (- 27,1 %) teilweise deutlich unter Plan. Die Planunterschreitung des EBIT im GJ 19 ist neben einem geringeren Rohertrag insbesondere auch auf höhere Abschreibungen im Zusammenhang mit IFRS 16 zurückzuführen. Die höheren Abschreibungen waren im Budget nicht vorgesehen.

Die deutlichen Planüberschreitungen im GJ 20 sowohl beim Umsatz als auch beim EBIT resultieren zum einen aus über Plan liegenden Edelmetallpreisen sowie geringeren Reisekosten aufgrund der Covid-19-Pandemie.

#### Schöne Edelmetaal

Die sowohl umsatz- als auch EBIT-seitigen Verbesserungen der Ist-Zahlen gegenüber den Planwerten resultiert auskunftsgemäß aus der erfolgreichen Restrukturierung der Schöne Edelmetaal. Zudem trägt auch hier die Entwicklung der Edelmetallpreise zu der Planüberschreitung bei. Die Abweichungen des EBIT im GJ 18 resultieren aus geringeren Kosten für ausgelagerte Dienstleistungen, die ein Ergebnis des Umbaus des Geschäftsmodells im Zuge der Restrukturierung waren.

Darüber hinaus war das EBIT im GJ 18 durch Abschreibungen im Zuge der Restrukturierung und im GJ 20 durch gestiegene Aufwendungen im Zusammenhang mit der Edelmetallleihe beeinflusst.

#### Einschätzung der Planungstreue

Die Bewertungsgutachterin kommt in ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass die Plan-Abweichungen sowohl umsatz- als auch ertragsseitig im Wesentlichen auf die schwer vorhersehbare Edelmetallpreisentwicklung zurückzuführen ist und die Abweichungen bei den nicht edelmetallbasierten Kostenpositionen nicht wesentlich sind. Wir teilen die Einschätzung der Bewertungsgutachterin dahingehend, dass die Edelmetallpreise eine erhebliche Unsicherheitskomponente für die absoluten Planwerte darstellt. Die Analyse der Abweichungen der EBIT-Margen zwischen Plan- und Ist-Werten zeigt jedoch keine Tendenz, die auf eine einseitig ambitionierte oder konservative Planungsausrichtung Hinweise gibt. Insbesondere das GJ 20 ist unseres Erachtens als Ausnahmejahr zu werten, dessen Entwicklung nicht vorhersehbar war. Die teilweise erheblichen Abweichungen des GJ 20 lassen daher keinen Rückschluss auf eine mangelnde Planungsqualität zu.

### **Allgemeine Planungsplausibilisierung**

In Interviews mit den Planungsverantwortlichen der Agosi AG sowie deren Tochtergesellschaften wurde uns das Geschäftsmodell, die Entwicklung der Vergangenheit sowie die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Planungsprämissen erläutert. Wir haben die Prämissen der Unternehmensplanung im Rahmen dieser Interviews ausführlich hinterfragt. Auf Basis dieser Planwerte erfolgte die Ableitung der Unternehmenswerte der Agosi AG sowie ihrer Tochtergesellschaften, wie sie in der Gutachtlichen Stellungnahme von Deloitte in Abschnitt „Ermittlung der Unternehmenswerte“ dargestellt ist.

Für die prognostizierte Entwicklung beschränken wir uns auf die Erläuterung der wesentlichen Effekte. Im Übrigen verweisen wir auf die Darstellung in der Gutachtlichen Stellungnahme von Deloitte im Abschnitt „Planungsplausibilisierung“.

Die Übersichten der Aufteilung der Umsatzlöse nach Segmenten für die Planjahre 2021 bis 2025 sind in **Metallwert und Produktumsatz** untergliedert. In der Position **Produktumsatz** sind die Segmente **Physische Boni, Metallmarge, Formerlöse** und **Services** zusammengefasst.

#### Agosi AG

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung der Agosi AG für die Planjahre 2021 bis 2025 bis zum EBIT dar.

**Planungsrechnung Agosi AG**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	2.581.949	1.695.743	1.584.045	1.521.384	1.522.027
Materialaufwand	2.506.457	1.626.501	1.519.042	1.456.699	1.456.853
<b>Rohertrag</b>	<b>75.492</b>	<b>69.241</b>	<b>65.003</b>	<b>64.685</b>	<b>65.174</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1.319	1.338	1.338	1.338	1.338
Personalaufwand	35.119	32.398	32.868	33.248	33.448
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20.709	20.302	20.494	20.536	20.880
<b>EBITDA</b>	<b>20.983</b>	<b>17.879</b>	<b>12.978</b>	<b>12.239</b>	<b>12.184</b>
Abschreibungen	4.457	4.495	4.333	4.223	3.806
<b>EBIT</b>	<b>16.526</b>	<b>13.384</b>	<b>8.645</b>	<b>8.016</b>	<b>8.378</b>
<b>Wachstum</b>					
<i>Umsatzerlöse</i>	55,6%	-34,3%	-6,6%	-4,0%	0,0%
<i>EBIT</i>	-6,3%	-19,0%	-35,4%	-7,3%	4,5%
<b>in % der Umsatzerlöse</b>					
<i>Materialaufwand</i>	97,1%	95,9%	95,9%	95,7%	95,7%
<i>Rohertrag</i>	2,9%	4,1%	4,1%	4,3%	4,3%
<i>Personalaufwand</i>	1,4%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%
<i>EBITDA</i>	0,8%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%
<i>EBIT</i>	0,6%	0,8%	0,5%	0,5%	0,6%

Für die Umsatzerlöse erwartet die Agosi AG, ausgehend von dem ersten Planjahr 2021 bis zum Ende der Detailplanungsphase, einen durchschnittlichen Umsatzrückgang von - 12,4 % pro Jahr (CAGR).

Die folgende Übersicht zeigt die Aufteilung der Umsatzerlöse der Agosi AG nach Segmenten für die Planjahre 2021 bis 2025.

**Umsatzerlöse nach Segmenten - Agosi AG**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Metallwert	2.500.061	1.620.029	1.512.415	1.450.002	1.450.053
Produktumsatz	81.888	75.714	71.630	71.382	71.974
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>2.581.949</b>	<b>1.695.743</b>	<b>1.584.045</b>	<b>1.521.384</b>	<b>1.522.027</b>

Die Umsatzerlöse im Segment **Metallwert** sollen von rund MEUR 2.500,1 im GJ 21 bis zum GJ 25 auf MEUR 1.450,1 sinken. Das hohe Umsatzniveau im Planjahr 2021 wird insbesondere durch ansteigende Metallwerte der Edelmetalle Gold und Silber bedingt. Auskunftsgemäß liegt die Ursache für die prognostizierte Entwicklung in 2021 in der Knappheit der Edelmetalle auf dem europäischen Festland, die als Resultat von Marktverwerfungen in Folge der Covid-19-Pandemie auftreten. Aus diesem Grund besteht die Notwendigkeit für die Agosi AG, Einkäufe von Edelmetallen außerhalb der EU bzw. des Schengen-Raums zu tätigen. Dies hat zur Folge, dass die Einkäufe durch Papierverkäufe der gleichen Edelmetallmengen abgesichert werden müssen. Beim tatsächlichen Verkauf des physischen Edelmetalls entsteht somit eine Doppelerfassung in der GuV (GJ 21 MEUR 1.030,0; GJ 22 MEUR 120,0; GJ 23 MEUR 35,0). Diese Geschäfte tragen allerdings keine Marge (Ausweis in Umsatzerlösen und Materialaufwand in gleicher Höhe), insofern wirkt sich die Doppelerfassung nicht auf das Ergebnis aus. Darüber hinaus erwartet die Agosi AG weiter steigende Edelmetallpreise für Rhodium im GJ 21. Die Preissteigerung von Rhodium ist hauptsächlich auf eine deutlich höhere Nachfrage aus der Industrie, allen voran für die Abgaskatalyse, zurückzuführen. Zudem sind die Edelmetallpreise, auch bedingt durch die Corona-Krise, weiterhin auf einem hohen Niveau. Mittelfristig erwartet die Agosi AG einen Rückgang der Edelmetallpreise, da insbesondere bei Rhodium eine Substitution durch andere Edelmetalle stattfinden soll. Darüber hinaus wird im Planungszeitraum mit einem Mengenrückgang bei Gold (CAGR - 14,4 %) und Silber (CAGR - 5,1 %) gerechnet. Die Mengen bei Palladium (CAGR + 6,5 %) und Platin (CAGR + 4,5 %) sollen hingegen aufgrund der Nachfrage im Industriebereich steigen.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz** sollen insgesamt im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 3,2 % zurückgehen. Die Planung sieht einen Rückgang der Umsatzerlöse von rund MEUR 81,9 im GJ 21 auf MEUR 72,0 im GJ 25 vor. Die Entwicklung dieser Kategorie wird durch die Segmente **Produktumsatz - Physische Boni**, **Produktumsatz - Metallmarge**, **Produktumsatz - Formerlöse** und **Services** begründet.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz - Physische Boni** sollen im Planungszeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 9,2 % zurückgehen. Die Planung sieht zunächst einen Anstieg der Umsatzerlöse Physische Boni um 21,3 % zwischen GJ 20 und GJ 21 vor. Maßgeblich für die Entwicklung der Umsatzerlöse Physische Boni sollen die Edelmetallpreisentwicklungen sein. Darüber hinaus sieht die Planung bei Gold einen Rückgang der Mengen bis 2025 mit einem CAGR in Höhe von - 1,0 % bzw. bei Silber einen leichten Anstieg in Höhe von 1,1 % (CAGR) vor. Für Platin, Palladium und Rhodium sollen die Mengen hingegen sinken (Platin CAGR - 2,4 %; Palladium CAGR - 8,5 %; Rhodium CAGR - 11,1 %). Die Annahmen zur Planung sehen vor, dass es eine Erhöhung des Recyclingvolumens geben wird sowie eine Verlagerung des Recyclinggutes hin zu Industrieabfällen, die aber ein geringeres Edelmetallvolumen/Edelmetallanteil aufweisen. Es wird erwartet, dass durch das erhöhte Recyclingvolumen auch höhere Vergütungen für das Recycling erzielt werden können.

Im Segment **Produktumsatz - Metallmarge** sieht die Planung einen durchschnittlichen Rückgang der Umsatzerlöse um - 3,8 % p. a. bis 2025 vor. Auch hier wird der Rückgang der Umsatzerlöse mit einem Rückgang der Edelmetallpreise, vor allem bei Rhodium, erklärt. Die Metallmarge wurde im Planungszeitraum konstant auf Basis der historischen Metallmarge des GJ 20 fortentwickelt.

Im Segment **Produktumsatz - Formerlöse** sollen die Umsätze bis 2025 mit durchschnittlich - 3,5 % p. a. zurückgehen. So wird erwartet, dass der Anteil des Industriekundensegments von 21,9 % im GJ 21 auf 28,2 % im GJ 25 steigt. Im Gegenzug soll der Anteil des Rondengeschäfts deutlich von 43,5 % im GJ 20 auf 33,9 % im GJ 25 sinken. Das Rondengeschäft war aufgrund der Corona-Pandemie im GJ 20 außerordentlich gut verlaufen, da Ronden als Wertanlage stark nachgefragt wurden. Deutliche Zuwächse werden im Bereich Industriekunden erwartet.

Die Umsatzerlöse im Segment **Services** umfassen zum einen die Erträge aus Scheidgut sowie der Edelmetalleihe und sollen mit einem CAGR von 6,8 % zwischen GJ 21 und GJ 25 steigen.

Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen für den Materialeinkauf für Edelmetalle, die im Planungszeitraum den Umsätzen - Metallwert entsprechen sowie andere bezogene Leistungen. Der Materialaufwand soll von MEUR 2.506,5 im GJ 21 auf MEUR 1.456,8 im GJ 25 sinken. Maßgeblich für den Rückgang des Materialaufwands ist der Aufwand für den Materialwert, der sich entsprechend der rückläufigen Edelmetallpreise sowie der teilweise rückläufig geplanten Mengen, die insbesondere durch die beschriebenen Absicherungsgeschäfte und der damit einhergehenden Doppelerfassung beeinflusst werden, entwickeln soll (CAGR - 12,7 %). Der Materialaufwand der nicht metallbezogenen Produkte und Dienstleistungen soll hingegen mit einem CAGR von 0,2 % unterproportional steigen. Die Rohertragsquote soll von 2,9 % im GJ 21 auf 4,2 % im GJ 25 steigen. Die Verbesserung der Rohertragsmarge im Planungszeitraum ist auf den rückläufigen Anteil des Materialaufwands - Metallwert am Gesamtmaterialaufwand zurückzuführen.

Die Planung des **Personalaufwands** sieht im GJ 21 einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr auf MEUR 35,1 vor, was vor allem auf erhöhte Tantiemen und Boni zurückzuführen ist. Ab dem Planjahr 2022 soll der Personalaufwand auf MEUR 32,4 sinken und dann nur noch leicht auf MEUR 33,5 bis 2025 steigen. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen durch steigende Löhne und Gehälter bedingt, während die Anzahl der Vollzeitäquivalente im Planungszeitraum zurückgehen soll. Ursächlich sind Effizienzsteigerungen und aktuell ungenutzte Kapazitäten, die eine Ausweitung des Produktionsvolumens ohne den Aufbau zusätzlichen Personals ermöglichen.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für die Edelmetalleihe, fremdvergebene Aufbereitungsleistungen, Logistikkosten und bezogene sonstige Leistungen. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Planungszeitraum von MEUR 20,7 im GJ 21 auf MEUR 20,9 im GJ 25 resultiert überwiegend aus erhöhten Aufwendungen für fremdbezogene Leistungen (CAGR 2,6 %). Dagegen sollen die Aufwendungen für die Edelmetalleihe leicht zurückgehen (CAGR - 2,7 %).

Die **EBITDA-Marge** soll im Planungszeitraum zwischen 0,8 % und 1,1 % schwanken. Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge mit 0,9 % rund 0,1 %-Punkte unterhalb der EBITDA-Marge im historischen Betrachtungszeitraum 2018 bis 2020. Der Rückgang der EBITDA-Marge ist im Wesentlichen auf gestiegene Aufwendungen im Personalbereich und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen, da sich aufgrund der rückläufigen Edelmetallpreise der Rohertrag nicht proportional zu den Kosten entwickelt. Die **Abschreibungen** gehen im Planungszeitraum kontinuierlich zurück. Trotz sinkender Abschreibungen soll auch die **EBIT-Marge** von 0,6 % im GJ 21 und 0,6 % im GJ 25 konstant bleiben.

Die Bewertungsgutachterin hat eine **gutachtliche Anpassung der Unternehmensplanung** vorgenommen. Hierbei wurden Inventurdifferenzen in Höhe von TEUR 500 p. a., die im Materialaufwand als Aufwandsposition angesetzt worden sind, bereinigt. Hintergrund dieser Bereinigungen ist der grundsätzlich außerordentliche Charakter von Inventurdifferenzen. Durch die gutachtliche Anpassung der Unternehmensplanung verbessert sich das bewertungsrelevante EBIT um TEUR 500 p. a. im Planungszeitraum. Wir erachten diese Vorgehensweise als angemessen. Darüber hinaus wurden Bankgebühren in Höhe von TEUR 350 (GJ 21) bzw. TEUR 200 (GJ 22 - GJ 25) aus dem Finanzergebnis in das operative Ergebnis umgegliedert.

### Galvanotechnik

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung der Galvanotechnik (exklusive Projekt Samos) für die Planjahre 2021 bis 2025 bis zum EBIT dar.

#### Planungsrechnung Galvanotechnik

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	634.189	486.976	412.388	428.185	439.500
Materialaufwand	584.996	447.693	373.959	388.727	399.202
<b>Rohrertrag</b>	<b>49.193</b>	<b>39.283</b>	<b>38.429</b>	<b>39.457</b>	<b>40.298</b>
Sonstige betriebliche Erträge	80	80	80	80	80
Personalaufwand	18.200	18.250	18.750	19.250	19.800
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9.108	8.449	8.785	8.991	8.956
<b>EBITDA</b>	<b>21.965</b>	<b>12.664</b>	<b>10.973</b>	<b>11.296</b>	<b>11.622</b>
Abschreibungen	1.491	1.486	1.393	1.381	1.361
<b>EBIT</b>	<b>20.474</b>	<b>11.178</b>	<b>9.581</b>	<b>9.915</b>	<b>10.261</b>

#### Wachstum

Umsatzerlöse	4,8%	-23,2%	-15,3%	3,8%	2,6%
EBIT	23,8%	-45,4%	-14,3%	3,5%	3,5%

#### in % der Umsatzerlöse

Materialaufwand	92,2%	91,9%	90,7%	90,8%	90,8%
Rohrertrag	7,8%	8,1%	9,3%	9,2%	9,2%
Personalaufwand	2,9%	3,7%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>EBITDA</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>
<b>EBIT</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>

Die geplante Entwicklung der Umsatzerlöse der Galvanotechnik stellt sich wie folgt dar:

#### Umsatzerlöse nach Segmenten - Galvanotechnik

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Metallwert	573.568	435.553	361.861	376.337	386.277
Produktumsatz	60.621	51.423	50.526	51.848	53.222
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>634.189</b>	<b>486.976</b>	<b>412.388</b>	<b>428.185</b>	<b>439.500</b>

Ausgehend vom ersten Planjahr 2021 wird bis zum Ende der Detailplanungsphase (2025) ein durchschnittlicher Umsatzrückgang von - 8,8 % (CAGR) erwartet. Der Gesamtumsatz soll von MEUR 634,2 im GJ 21 auf MEUR 412,4 im GJ 23 zurückgehen und anschließend auf MEUR 439,5 im GJ 25 steigen. Der anfängliche Rückgang ist auf erwartete Preissenkungen in den wichtigsten Metallkategorien zu erklären. Der danach folgende Anstieg ist insbesondere mengeninduziert.

Nachfolgend werden die **Segmente Metallwert** sowie **Produktumsatz** der Galvanotechnik dargestellt. Die Produktumsätze umfassen dabei **physische Boni**, die **Metallmarge**, **Formerlöse** sowie **Services**.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz - Metallwert** stellen am Gesamtumsatz der Galvanotechnik die bedeutendste Position der Umsatzerlöse dar. Ausgehend vom ersten Planjahr 2021 bis hin zum Ende der Detailplanungsphase (2025) wird in diesem Segment mit einem Rückgang um 9,4 % gerechnet, wobei im GJ 21 gegenüber dem Vorjahr ein Anstieg um 4,2 % erwartet wird. Ursächlich wirken sich hierbei vorübergehend weiter steigende Edelmetallpreise, insbesondere von Rhodium, aus. Die Preissteigerung von Rhodium ist hauptsächlich auf eine deutlich höhere Nachfrage aus der Industrie, allen voran für die Abgaskatalyse, zurückzuführen. Über die gesamte Detailplanungsphase wird von einem Rückgang der Edelmetallpreise ausgegangen, bei gleichzeitig steigenden Mengen. Insgesamt soll das Gesamtvolumen der Metallkategorien im Planungszeitraum mit 3,5 % p. a. ansteigen. Das Wachstum der Mengen ist überwiegend auf die wachsende Nachfrage, insbesondere aus der Elektronik- und Steckverbinderindustrie, zurückzuführen.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz** sollen im Planungszeitraum von MEUR 60,6 auf MEUR 53,2 sinken, was einem jährlichen Rückgang der Umsatzerlöse von - 3,2 % (CAGR) entspricht. Betrachtet man die einzelnen Produktumsätze der hierin berücksichtigten Produktsegmente, stellt sich die Entwicklung wie nachfolgend beschrieben dar.

**Physische Boni** sollen im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 33,7 % zurückgehen. Die Planung sieht zunächst einen Anstieg der Umsatzerlöse Physische Boni im GJ 20 auf das GJ 21 vor. Maßgeblich für die Entwicklung der Umsatzerlöse Physische Boni sind die prognostizierten Edelmetallpreisentwicklungen. Die Boni betreffen dabei lediglich die Metallkategorien Gold und Rhodium. Der anfängliche Anstieg im GJ 21 ist auf einen Einmaleffekt zurückzuführen, bei dem zusätzliche Verkäufe von 10 kg Rhodium vorgesehen sind. Danach wird eine Reduzierung des Metallüberschusses angenommen.

Im Rahmen der Planung wird die **Metallmarge** mit einem Rückgang um - 7,6 % p. a. ausgehend vom GJ 21 hin zum Ende der Detailplanungsphase geplant. Der Rückgang der Umsatzerlöse wird auch hier mit verminderten Edelmetallpreisen erklärt. Die Metallmarge wurde im Planungszeitraum konstant auf Basis der historischen Metallmarge des GJ 20 fortentwickelt. Insgesamt wird erwartet, dass die Margen über den Planungszeitraum stabil bleiben und sich auf dem historischen Niveau bewegen. Lediglich für Rhodium wird ein Rückgang der Metallmarge erwartet, so dass die Umsatzerlöse bis zum GJ 25 um rund 18,0 % p. a. zurückgehen sollen.

Im Segment **Formerlöse** sollen die Umsätze bis zum GJ 25 um jährlich 1,9 % ansteigen. Ursache dieses Anstiegs sind insbesondere höhere Umsätze bei technischen (CAGR 3,4 %) und dekorativen Anwendungen (CAGR 2,4 %). Für dekorative Anwendungen wird in der Detailplanungsphase eine Erholung infolge der negativen Auswirkungen auf das Mode- und Schmuckgeschäft durch die COVID-19-Krise erwartet.

Der **Materialaufwand** umfasst primär die Aufwendungen für den Materialeinkauf für TIS und Formerlöse, als auch andere bezogene Leistungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe. Der Materialaufwand soll von MEUR 585,0 im GJ 21 auf MEUR 399,2 im GJ 25 sinken. Gleichzeitig soll die Rohertragsquote auf 9,2 % im GJ 25 ansteigen. Der Materialaufwand soll bis zum GJ 25 um jährlich rund 9,1 % sinken. Maßgeblich für diese Entwicklung sind die rückläufigen Edelmetallpreise (CAGR - 9,4 %), wobei die Formerlöse um rund 3,2 % (CAGR) steigen sollen. Der Materialaufwand der nicht metallbezogenen Produkte und Dienstleistungen soll mit einem CAGR von 2,9 % ansteigen.

Die Planung sieht einen Anstieg des **Personalaufwands** vom GJ 21 bis zum GJ 25 von 2,1 % p. a. vor. Der Anstieg des Personalaufwands ist sowohl durch die Erhöhung der nominalen (durchschnittlichen) Löhne sowie erwarteter höherer gewinnabhängiger variabler Gehälter zurückzuführen. Dabei wird für das GJ 21 von einem Anstieg der Personalaufwendungen infolge der Erhöhung des Bonusvolumens gerechnet. Über die gesamte Detailplanungsphase wird von einer konstanten Anzahl an Vollzeitäquivalenten von 183 ausgegangen. Die vergleichsweise hohen durchschnittlichen Personalkosten pro Vollzeitäquivalent sind auf die hochqualifizierten Arbeitskräfte in der chemischen Industrie zurückzuführen.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für Logistik und bezogene sonstige Leistungen, Aufwendungen für die Edelmetalleihe und die Umlage für Leistungen von Konzerngesellschaften. Die Steigerung der Aufwendungen im Planungszeitraum resultiert im Wesentlichen aus erwarteten Kostensteigerungen.

Die **EBITDA-Marge** soll von 3,5 % im GJ 21 auf rund 2,6 % im GJ 25 sinken. Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge mit 2,8 % rund 0,4 %-Punkte unterhalb der EBITDA-Marge im historischen Betrachtungszeitraum 2018 bis 2020. Der Rückgang der EBITDA-Marge ist im Wesentlichen durch gestiegene Personalaufwendungen bedingt. Die **EBIT-Marge** soll von 3,2 % im GJ 21 auf 2,3 % im GJ 25 sinken. Neben einem Rückgang des Rohertrags in Höhe von MEUR 8,9, resultiert der Rückgang darüber hinaus aus einem Anstieg der Personalaufwendungen, bei gleichzeitig sinkenden Abschreibungen.

#### Projekt Samos

Projekt Samos bietet organische Additive für die Kupfergalvanisierung in der Halbleiterindustrie an. Grundsätzlich kann bei der Halbleiterherstellung zwischen "Front End"- und "Back End"-Anwendungen differenziert werden. Projekt Samos konzentriert sich auf "Back End"-Anwendungen, wozu im Wesentlichen Advanced Packaging Lösungen zählen, bei denen Kupferstrukturen benötigt werden.

Die Planung für Projekt Samos umfasst abweichend zu den Planungen der übrigen Bewertungsobjekte einen Zeitraum bis einschließlich 2030. Hintergrund für den längeren Planungszeitraum ist die Tatsache, dass das Projekt Samos aufgrund des Start-up-Charakters im GJ 25 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand ist. Die Detailplanung umfasst die GJ 21 bis GJ 25. Die vereinfachte Fortschreibung der Planung für Projekt Samos bis zum GJ 30 erfolgte lediglich auf Ebene der Umsatzerlöse und des EBIT.

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung für Projekt Samos für die Planjahre 2021 bis 2025 sowie das letzte Planjahr 2030 im Detail bis zum EBIT dar. Die Planung erfolgte auf Basis des Umsatzkostenverfahrens. Hinsichtlich einer vollständigen Darstellung der Planungsrechnung verweisen wir auf die Anlage 3 zu diesem Prüfungsbericht.

**Planungsrechnung Projekt Samos**

	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Phase I Plan GJ25	...	Plan GJ30
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR		TEUR
Umsatzerlöse	714	3.793	7.976	12.381	17.252	...	25.480
Herstellungskosten der Umsatzerlöse	75	455	3.260	3.655	6.066	...	
<b>Rohhertrag</b>	<b>639</b>	<b>3.338</b>	<b>4.716</b>	<b>8.726</b>	<b>11.186</b>	...	
Personalkosten	0	180	270	1.260	1.490	...	
Sonstige Kosten	1.021	1.878	1.790	0	0	...	
<b>EBITDA</b>	<b>-383</b>	<b>1.281</b>	<b>2.656</b>	<b>7.466</b>	<b>9.696</b>	...	
Abschreibungen	419	424	1.587	1.779	2.099	...	
<b>EBIT</b>	<b>-802</b>	<b>857</b>	<b>1.068</b>	<b>5.687</b>	<b>7.597</b>	...	<b>6.370</b>

**Wachstum**

Umsatzerlöse	>100%	>100%	>100%	55,2%	39,3%	3,0%
EBIT	-29,4%	-206,8%	24,7%	>100%	33,6%	-10,6%

**in % der Umsatzerlöse**

Herstellungskosten der Umsatzerlöse	10,6%	12,0%	40,9%	29,5%	35,2%	
Rohhertrag	89,4%	88,0%	59,1%	70,5%	64,8%	
Personalkosten	0,0%	4,7%	3,4%	10,2%	8,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>-53,6%</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,3%</b>	<b>60,3%</b>	<b>56,2%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-112,3%</b>	<b>22,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>45,9%</b>	<b>44,0%</b>	<b>25,0%</b>

Die Umsatzerlöse aus dem Projekt Samos sollen bis zum GJ 30 auf MEUR 25,5 ansteigen. Die Umsatzerlöse resultieren auf dem Verkauf von Nicht-Metallen, die sowohl an Dritte als auch an Konzerngesellschaften geliefert werden. Der Anstieg der Umsatzerlöse ist hauptsächlich auf die erwartete zunehmende Marktdurchdringung der Produkte in den wichtigsten Endmärkten, wozu die Halbleiterindustrie sowie in gewissem Umfang die Steckverbinderindustrie zählen, zurückzuführen.

Das Umsatzwachstum aus Projekt Samos soll im Wesentlichen aus den drei Produktsegmenten Reel-to-Reel (R2R), die hauptsächlich in der Steckverbinderindustrie Anwendung finden, sowie Wafer-Level Packaging (WLP) und Kupferoxid (CuOxide), die jeweils in der Halbleiterindustrie verwendet werden, erzielt werden. Es werden Umsatzerlöse aus dem Produktsegment R2R ausschließlich in den GJ 21 bis GJ 24 erzielt. Demnach wird erwartet, dass der Produktlebenszyklus von R2R Produkten nach dem GJ 24 ausläuft, sodass hiernach die Ressourcen in die Entwicklung der WLP-Plattform fließen sollen.

Die Herstellungskosten des Umsatzes (COGS) sollen bis zum GJ 25 auf MEUR 6,1 steigen. Der Anstieg der COGS wird hauptsächlich durch die geplante Umsatzsteigerung beeinflusst. Die COGS berücksichtigen neben Rohstoffkosten, welche durch die Servicekosten bis zum GJ 22 vollständig und für das GJ 23 teilweise durch die Galvanotechnik übernommen werden, Transportkosten, Abschreibungen auf Sachanlagevermögen sowie andere Kosten. Die Rohertragsquote soll vom GJ 21 von 89,4 % auf 64,8 % im GJ 25 sinken. Für das GJ 26 ff. wird von einer konstanten Rohertragsquote von 52,7 % ausgegangen. Der Rückgang der Rohertragsquote ist erwartungsgemäß auf einen stärker werdenden Kostendruck in der Elektronikindustrie sowie vordefinierte jährliche Preissenkungsprogramme zurückzuführen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollen ausgehend von MEUR 1,1 im GJ 20 auf MEUR 0 im GJ 24 sinken.

Das **EBIT** soll von MEUR - 0,8 im GJ 21 auf MEUR 7,6 im GJ 25 ansteigen und sich im GJ 30 auf MEUR 6,4 belaufen. Das negative EBIT im ersten Planjahr ist hauptsächlich durch die Anlaufkosten und den höheren Anteil der Fixkosten zu erklären. Die **EBIT-Marge** soll zunächst auf rund 44,0 % im GJ 25 ansteigen und im letzten Planjahr 2030 rund 25 % betragen. Ursache für den Margenrückgang sollen erwartungsgemäß ein weiter steigender Preisdruck, eine höhere Commoditisierung des Produktportfolios und höhere Forschungs- und Entwicklungskosten sein.

## Ögussa

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung der Ögussa für die Planjahre 2021 bis 2025 bis zum EBIT dar.

### Planungsrechnung Ögussa

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	282.612	280.280	264.563	262.290	259.878
Materialaufwand	257.401	257.282	242.119	239.769	237.080
<b>Rohhertrag</b>	<b>25.211</b>	<b>22.998</b>	<b>22.445</b>	<b>22.521</b>	<b>22.797</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1.227	828	843	858	874
Personalaufwand	12.317	12.392	12.744	13.042	13.350
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6.579	6.379	6.146	6.174	6.237
<b>EBITDA</b>	<b>7.542</b>	<b>5.055</b>	<b>4.397</b>	<b>4.163</b>	<b>4.084</b>
Abschreibungen	1.234	1.246	1.258	1.190	1.120
<b>EBIT</b>	<b>6.308</b>	<b>3.809</b>	<b>3.139</b>	<b>2.973</b>	<b>2.964</b>

### Wachstum

Umsatzerlöse	-20,6%	-0,8%	-5,6%	-0,9%	-0,9%
EBIT	-48,4%	-39,6%	-17,6%	-5,3%	-0,3%

### in % der Umsatzerlöse

Materialaufwand	91,1%	91,8%	91,5%	91,4%	91,2%
Rohhertrag	8,9%	8,2%	8,5%	8,6%	8,8%
Personalaufwand	4,4%	4,4%	4,8%	5,0%	5,1%
<b>EBITDA</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>
<b>EBIT</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>

Für die Umsatzerlöse erwartet die Ögussa ausgehend von dem ersten Planjahr 2021 bis zum Ende der Detailplanungsphase einen durchschnittlichen Umsatzrückgang von - 2,1 % pro Jahr (CAGR).

Die folgende Übersicht zeigt die Aufteilung der Umsatzerlöse der Ögussa nach Segmenten.

**Umsatzerlöse nach Segmenten - Ögussa**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Metallwert	253.064	253.341	238.074	235.530	232.771
Produktumsatz	29.548	26.939	26.490	26.760	27.106
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>282.612</b>	<b>280.280</b>	<b>264.563</b>	<b>262.290</b>	<b>259.878</b>

Die Umsatzerlöse im Segment **Metallwert** sollen von rund MEUR 253,1 im GJ 21 auf MEUR 232,8 im GJ 25 sinken. Dies entspricht einem CAGR von rund - 2,1 %. Der geplante Umsatzrückgang ist zum einen auf sinkende Edelmetallpreise zurückzuführen. Zum anderen erwartet Ögussa eine zunehmende Wettbewerbsintensität aufgrund der aggressiven Marktstrategie eines neuen Wettbewerbers. Die Planung geht daher von einem Verlust von Marktanteilen aus, was insbesondere das Privatkundengeschäft betrifft.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz** sollen insgesamt im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 2,1 % zurückgehen. Die Planung sieht einen Rückgang der Umsatzerlöse von rund MEUR 29,5 im GJ 21 auf MEUR 27,1 im GJ 25 vor. Die einzelnen Segmente entwickeln sich wie folgt:

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz - Physische Boni** sollen insgesamt im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 4,4 % zurückgehen. Der Rückgang der Umsatzerlöse ist bedingt durch den erwarteten Rückgang der Edelmetallpreise und einem Rückgang der Goldmenge zwischen 2021 und 2022. Dem steht eine Steigerung der Mengen bei Silber, Platin und Palladium entgegen. Die Steigerung der Mengen wird durch die erwartete Preisentwicklung sowie den Rückgang der Goldmenge überkompensiert.

Im Segment **Produktumsatz - Metallmarge** sieht die Planung einen durchschnittlichen Rückgang der Umsatzerlöse um - 4,2 % p. a. vor. Der kurzfristige Umsatzrückgang dieser Kategorie (insbesondere im Vergleich zum GJ 20) ist im Wesentlichen auf sinkende Edelmetallpreise sowie durch ein geringeres Handelsvolumen mit Privatkunden im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie zurückzuführen. Insbesondere der Handel mit Gold- und Silberbarren wird rückläufig erwartet. Auch in diesem Segment wird mit einer erhöhten Wettbewerbsintensität gerechnet, die voraussichtlich einen Rückgang der Edelmetall-Marge um - 0,3 %-Punkte bis zum GJ 25 nach sich zieht.

Im Segment **Produktumsatz - Formerlöse** sollen die Umsätze mit einem CAGR von - 1,3 % zurückgehen. Der Umsatzrückgang im GJ 21 (Im Vergleich zur Historie) und im GJ 22 ist vor allem auf rückläufige Umsätze im Filialgeschäft, aufgrund eines erwarteten Nachfrageeinbruchs in der Post-Corona-Ära, begründet. Dagegen wird mit einem Nachfrageanstieg der industriellen Kunden gerechnet, was zu einer Steigerung der Formerlöse im Zeitraum 2023 bis 2025 führen soll.

Die Umsatzerlöse im Segment **Services** sollen zwischen GJ 21 und GJ 25 mit einem CAGR von 4,3 % steigen. Wesentlicher Treiber der Umsatzerlöse soll die Ausweitung des Geschäftsbereichs Platinum Group Metals sein, der ein Alleinstellungsmerkmal der Ögussa darstellt und der aus Sicht des Managements Wachstumspotential aufweist.

Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen für den Materialeinkauf für TIS & DNP, die im Planungszeitraum den Umsätzen - Metallwert entsprechen, sowie andere bezogene Leistungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe. Der Materialaufwand soll von MEUR 257,4 im GJ 21 auf MEUR 237,1 im GJ 25 sinken. Die Rohertragsquote soll im Planungszeitraum zwischen 8,2 % und 8,9 % liegen. Maßgeblich für den Rückgang des Materialaufwands ist der Aufwand für den Materialwert, der sich entsprechend der rückläufigen Edelmetallpreise entwickeln soll (CAGR - 2,1 %). Der Materialaufwand der nicht metallbezogenen Produkte und Dienstleistungen soll hingegen mit einem CAGR von - 0,6 % leicht unterproportional sinken.

Die Planung des **Personalaufwands** sieht einen kontinuierlichen Anstieg von durchschnittlich 2,0 % p. a. vor. Der Anstieg ist ausschließlich auf Lohn- und Gehaltssteigerungen zurückzuführen. Für den Planungszeitraum wird mit einem konstanten Mitarbeiterstamm geplant.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für fremdvergebene Aufbereitungsleistungen, konzerninterne Umlagen, bezogene sonstige Leistungen sowie die Edelmetallleihe. Der geplante Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von MEUR 6,6 im GJ 21 auf MEUR 6,2 im GJ 25 resultiert überwiegend aus geringeren Aufwendungen für die Edelmetallleihe sowie geringeren Aufwendungen für fremdvergebene Aufbereitungsleistungen.

Die **EBITDA-Marge** soll von 2,7 % im GJ 21 auf rund 1,6 % im GJ 25 sinken. Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge mit 1,9 % rund 1,2 %-Punkte unterhalb der EBITDA-Marge im historischen Betrachtungszeitraum 2018 bis 2020 (Durchschnitt 3,1 %). Der Rückgang der EBITDA-Marge ist im Wesentlichen auf gestiegene Aufwendungen für Personal bei gleichzeitig gesunkenem absoluten Rohertrag aufgrund des zu erwartenden verschärften Wettbewerbsumfelds sowie der rückläufigen Preisentwicklung zurückzuführen. Die **Abschreiben** gehen im Planungszeitraum leicht zurück. Die **EBIT-Marge** soll von 2,2 % im GJ 21 auf 1,1 % im GJ 25 sinken.

Die Bewertungsgutachterin hat eine **gutachtliche Anpassung der Unternehmensplanung** vorgenommen. Hierbei wurden Bankgebühren in Höhe von TEUR 13 (GJ 21 - GJ 25) aus dem Finanzergebnis in das operative Ergebnis umgegliedert.

UPMT

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung der UMPT für die Planjahre 2021 bis 2025 bis zum EBIT dar.

**Planungsrechnung UPMT**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	162.621	152.275	146.437	143.855	148.758
Materialaufwand	150.560	141.716	135.972	133.321	137.930
<b>Rohhertrag</b>	12.061	10.558	10.465	10.534	10.829
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0
Personalaufwand	2.224	2.350	2.300	2.291	2.377
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3.917	3.867	4.014	4.265	4.460
<b>EBITDA</b>	5.920	4.341	4.151	3.978	3.992
Abschreibungen	303	400	323	306	253
<b>EBIT</b>	5.616	3.941	3.828	3.673	3.739

**Wachstum**

Umsatzerlöse	-6,5%	-6,4%	-3,8%	-1,8%	3,4%
EBIT	8,5%	-29,8%	-2,9%	-4,0%	1,8%

**in % der Umsatzerlöse**

Materialaufwand	92,6%	93,1%	92,9%	92,7%	92,7%
Rohhertrag	7,4%	6,9%	7,1%	7,3%	7,3%
Personalaufwand	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>EBITDA</b>	3,6%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%
<b>EBIT</b>	3,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%

Für die Umsatzerlöse erwartet die UPMT ausgehend von dem ersten Planjahr 2021 bis zum Ende der Detailplanungsphase einen durchschnittlichen Umsatzrückgang von - 2,2 % pro Jahr (CAGR).

Die folgende Übersicht zeigt die Aufteilung der Umsatzerlöse der UPMT nach Segmenten:

**Umsatzerlöse nach Segmenten - UPMT**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Metallwert	148.875	140.005	134.350	131.663	136.211
Produktumsatz	13.746	12.270	12.087	12.192	12.547
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>162.621</b>	<b>152.275</b>	<b>146.437</b>	<b>143.855</b>	<b>148.758</b>

Die Umsatzerlöse im Segment **Metallwert** sollen von rund MEUR 148,9 im GJ 21 auf MEUR 136,2 im GJ 25 sinken, was einem CAGR von rund - 2,2 % entspricht. Der geplante Umsatzrückgang im GJ 21 (im Vergleich zu GJ 20) geht vor allem auf den Wegfall von Umsätzen zurück, die durch die Corona-Pandemie bedingt waren. Dies waren z. B. Kunden, die Edelmetalle einschmelzen ließen, um die eigene Liquiditätsposition zu stärken.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz** sollen insgesamt im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 2,3 % zurückgehen. Die Planung sieht einen Rückgang der Umsatzerlöse von rund MEUR 13,7 im GJ 21 auf MEUR 12,5 im GJ 25 vor. Die Entwicklung dieser Kategorie wird durch die Segmente **Physische Boni**, **Metallmarge**, **Formerlöse** und **Services** begründet.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz - Physische Boni** sollen insgesamt im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 7,8 % sinken. Im GJ 21 ist zunächst ein deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse (im Vergleich zum GJ 20) geplant, der annahmegemäß auf einen Anstieg der Boni-Mengen mit Palladium, aber auch mit Gold zurückzuführen ist. Ab GJ 22 sollen die Mengen von Gold, Silber und Palladium wieder zurückgehen, was den Umsatzrückgang dieses Segmentes begründet.

Im Segment **Produktumsatz - Metallmarge** sieht die Planung einen durchschnittlichen Rückgang der Umsatzerlöse um - 2,7 % p. a. vor. Der deutliche Rückgang im GJ 21 gegenüber dem Vorjahr ist auf das außerordentlich hohe Handelsvolumen im GJ 20 aufgrund der Corona-Pandemie zurückzuführen. Bedingt durch die Pandemie lieferten viele Kunden Edelmetalle zur Aufbereitung an UPMT. Für den Planungszeitraum ab 2021 erwartet die UPMT wieder eine Normalisierung der Umsätze auf dem Niveau vor der Corona-Pandemie.

Im Segment **Produktumsatz - Formerlöse** sollen die Umsätze mit einem CAGR von - 0,3 % zwischen GJ 21 und GJ 25 sinken. Der Umsatzrückgang im GJ 21 bis GJ 24 ist auf einen Nachfragerückgang aufgrund der Auswirkungen der Corona-Pandemie zurückzuführen, da in diesem Zusammenhang die Nachfrage nach Schmuck rückläufig erwartet wird. Erst ab dem GJ 25 erwartet die UPMT wieder erhöhte Nachfrage im Schmuckgeschäft.

Die Umsatzerlöse im Segment **Services** sollen zwischen 2021 und 2025 mit einem CAGR von 4,4 % steigen. Der geplante Rückgang der Umsatzerlöse im Segment Services im GJ 21 ist auskunftsgemäß auf geringere Umsätze mit einem größeren Kunden zurückzuführen. Darüber hinaus erreichte der Kunde Pandora durch Optimierung des Produktionsprozesses eine Reduzierung des Recycling-Volumens für Silber, was sich ebenfalls negativ auf die Umsatzerlöse der UPMT auswirkte. Ab dem GJ 21 sollen neue Geschäftschancen mit dem Kunden Pandora zu einem Umsatzwachstum führen.

Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen für den Materialeinkauf für TIS & DNP, die im Planungszeitraum den Umsätzen - Metallwert entsprechen, sowie andere bezogene Leistungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe. Der Materialaufwand soll von MEUR 150,6 im GJ 21 auf MEUR 137,9 sinken. Der Materialaufwand für den Bezug von Metallwerten soll, aufgrund der erwarteten Rückgänge der Edelmetallpreise, in dem Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von rund - 2,2 % sinken. Die Rotertragsquote soll im Planungszeitraum zunächst von 7,4 % in GJ 21 auf 6,9 % in GJ 22 absinken und anschließend kontinuierlich auf 7,3 % im GJ 25 ansteigen.

Die Planung des **Personalaufwands** sieht einen Anstieg von durchschnittlich 1,7 % p. a. vor. Die Erhöhung der Personalaufwands ist im Wesentlichen auf die Erhöhung (im Vergleich zum GJ 20) der Mitarbeiteranzahl um einen FTE sowie Lohn- und Gehaltssteigerungen zurückzuführen.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für fremdvergebene Aufbereitungsleistungen, bezogene sonstige Leistungen sowie die Edelmetallleihe. Der geplante Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von MEUR 3,9 im GJ 21 auf MEUR 4,5 im GJ 25 resultiert überwiegend aus höheren Aufwendungen für fremdvergebene Aufbereitungsleistungen aufgrund eines Anziehens des Aufbereitungsgeschäfts nach der Corona-Pandemie.

Die **EBITDA-Marge** soll von 3,6 % im GJ 21 auf rund 2,7 % im GJ 25 sinken. Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge mit 3,0 % rund 1,0 %-Punkte unterhalb der EBITDA-Marge im historischen Betrachtungszeitraum 2018 bis 2020 (Durchschnitt 4,0 %). Der Rückgang der EBITDA-Marge ist im Wesentlichen auf gestiegene sonstige betriebliche Aufwendungen bei gleichzeitig gesunkenem absoluten Rotertrag zurückzuführen. Die Abschreibungen sollen im Planungszeitraum deutlich gegenüber der Historie zurückgehen. Die **EBIT-Marge** soll vom 3,5 % im GJ 21 auf 2,5 % im GJ 25 sinken.

Die Bewertungsgutachterin hat eine **gutachtliche Anpassung der Unternehmensplanung** vorgenommen. Hierbei wurden Bankgebühren in Höhe von TEUR 30 (GJ 21) bzw. TEUR 7 (GJ 22 - GJ 25) aus dem Finanzergebnis in das operative Ergebnis umgliedert.

### Schöne Edelmetaal

Die folgende Übersicht stellt die Umsatz- und Ergebnisplanung der Schöne Edelmetaal bis zum EBIT dar.

#### Planungsrechnung Schöne Edelmetaal

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	363.258	346.836	330.043	333.147	336.478
Materialaufwand	358.974	342.677	326.087	329.348	332.642
<b>Rohrertrag</b>	4.284	4.159	3.956	3.799	3.837
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0
Personalaufwand	730	737	744	752	759
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.877	1.895	1.914	1.932	1.951
<b>EBITDA</b>	1.677	1.526	1.298	1.115	1.127
Abschreibungen	87	82	82	82	82
<b>EBIT</b>	1.590	1.445	1.216	1.033	1.045
<b>Wachstum</b>					
Umsatzerlöse	-2,6%	-4,5%	-4,8%	0,9%	1,0%
EBIT	-38,4%	-9,2%	-15,8%	-15,1%	1,1%
<b>in % der Umsatzerlöse</b>					
Materialaufwand	98,8%	98,8%	98,8%	98,9%	98,9%
Rohrertrag	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Personalaufwand	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>EBITDA</b>	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
<b>EBIT</b>	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%

Für die Umsatzerlöse erwartet die Schöne Edelmetaal ausgehend von dem ersten Planjahr 2021 bis zum Ende der Detailplanungsphase einen durchschnittlichen Umsatzrückgang von - 1,9 % pro Jahr (CAGR). Für den Planungszeitraum wird absolut betrachtet ein Rückgang von MEUR 363,3 im GJ 21 auf MEUR 336,5 im GJ 25 erwartet.

Die folgende Übersicht zeigt die Aufteilung der Umsatzerlöse der Schöne Edelmetaal nach Segmenten für die Planjahre 2021 bis 2025:

**Umsatzerlöse nach Segmenten - Schöne Edelmetaal**

	Phase I				
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Metallwert	358.000	341.693	325.094	328.345	331.628
Produktumsatz	5.258	5.142	4.950	4.803	4.850
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>363.258</b>	<b>346.836</b>	<b>330.043</b>	<b>333.147</b>	<b>336.478</b>

Nachfolgend werden die Umsatzerlöse **Metallwert** sowie **Produktumsatz** der Schöne Edelmetaal dargestellt. Das Segment Produktumsatz umfasst dabei **physische Boni**, die **Metallmarge**, **Formerlöse** sowie **Services**.

Die Umsatzerlöse im Segment **Metallwert** sollen von rund MEUR 358,0 im GJ 21 auf MEUR 331,6 im GJ 25 zurückgehen. Dies entspricht einem CAGR von rund - 1,9 %. Der Rückgang des Produktumsatzes - Metallwert wird durch die Preisrückgänge bei den Hauptmetallkategorien bedingt. Dieser rückläufige Trend soll jedoch durch eine sukzessive Erholung durch steigende Volumina kompensiert werden, was bis 2025 zu einer Stabilisierung der Produktumsätze führen soll.

Die Umsatzerlöse im Segment **Produktumsatz** sollen von MEUR 5,3 auf MEUR 4,9 sinken, was einem jährlichen Rückgang von - 2,0 % (CAGR) entspricht. Sowohl die Metallmarge als auch die Formerlöse stellen die bedeutendsten Positionen des Produktumsatzes Nicht-Metallwert dar.

Für die Umsatzerlöse **Physische Boni** wird geplant, dass diese im Zeitraum 2021 bis 2025 mit einem CAGR von - 6,9 % zurückgehen. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den erwarteten Preisrückgang von Palladium zurückzuführen.

Die Planung sieht im Segment **Metallmarge** einen durchschnittlichen Rückgang der Umsatzerlöse von - 3,9 % p. a. vor. Der erwartete Rückgang des Segments erklärt sich im Planungszeitraum aus dem erwarteten Rückgang der Edelmetallpreise, vorwiegend bei Gold, der sich entsprechend auf die Metallmarge auswirkt.

Der Umsatz aus **Formerlöse** soll sich nahezu konstant entwickeln. Zum einen wirkt der erwartete Preisrückgang bei Edelmetallen negativ auf die Umsatzerlöse. Kompensatorisch wird jedoch erwartet, dass die Nachfrage in der Schmuck- und Lifestyle-Branche nach der Corona-Pandemie wieder anziehen wird und hierdurch ein positiver Effekt auf die Umsatzerlöse realisiert werden kann.

Die Umsatzerlöse im Segment **Services** sollen sich im Planungszeitraum auf einem relativ konstanten Niveau bewegen (CAGR - 0,9 %). Nach einem starken Anstieg im GJ 20 durch die Gewinnung neuer Kunden, sollen sich Umsätze aus Raffineriedienstleistungen voraussichtlich auf dem hohen Niveau des GJ 20 stabilisieren.

Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen für den Materialeinkauf für TIS & DNP, die im Planungszeitraum den Umsätzen - Metallwert entsprechen, sowie andere bezogene Leistungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe. Der Materialaufwand soll von MEUR 359,0 im GJ 21 auf MEUR 332,6 im GJ 25 sinken. Die Rohertragsquote soll im Planungszeitraum zwischen 1,1 % und 1,2 % liegen. Maßgeblich für den Rückgang des Materialaufwands ist der Aufwand für den Materialwert, der sich entsprechend der rückläufigen Edelmetallpreise entwickeln soll (CAGR - 1,9 %). Dagegen sollen der Materialaufwand der nicht metallbezogenen Produkte und Dienstleistungen mit einem CAGR von 1,0 % steigen. Die erwartete Rohertragsmarge liegt im Planungszeitraum insgesamt auf einem konstanten Niveau von 1,1 %, respektive 1,2 %.

Die Planung des **Personalaufwands** sieht einen kontinuierlichen Anstieg von durchschnittlich 1,0 % p. a. vor. Die Planung des Personalaufwands unterstellt einen konstanten Mitarbeiterbestand, so dass sich die Veränderung des Personalaufwands ausschließlich auf die Lohn- und Gehaltssteigerungen bezieht.

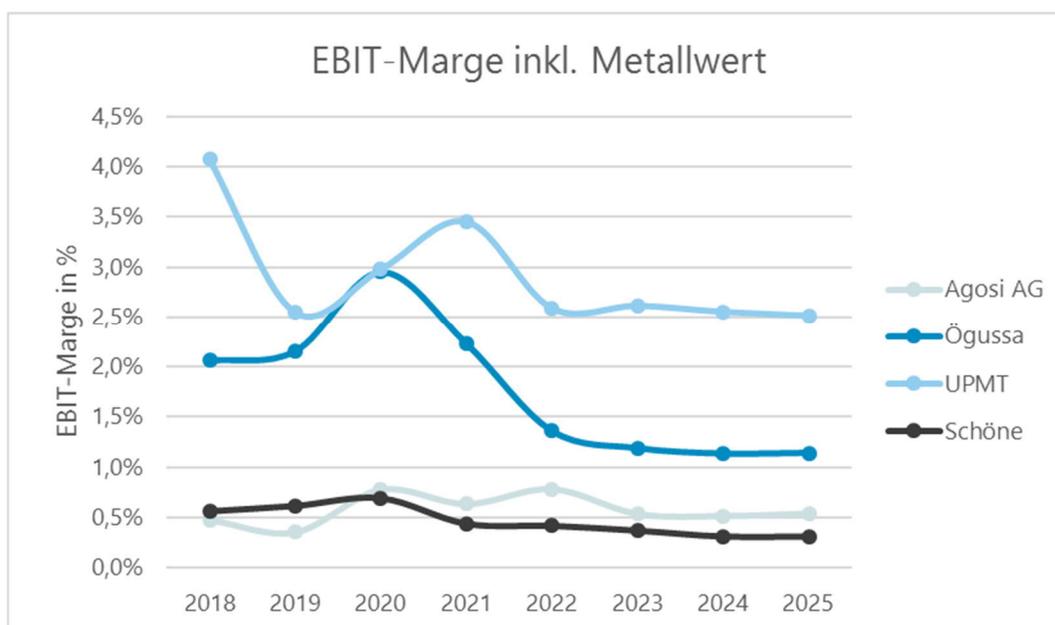
Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für fremdvergebene Aufbereitungsleistungen, Logistikkosten und bezogene sonstige Leistungen sowie die Edelmetallleihe. Wesentliche Aufwandspositionen sollen im Planungszeitraum annahm gemäß um 1,0 % steigen. Der geplante Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von MEUR 1,9 im GJ 20 auf MEUR 2,0 im GJ 25 resultiert überwiegend aus erhöhten Aufwendungen für die Edelmetallleihe sowie einer höheren Konzernumlage. Zudem wird ein deutlicher Anstieg der bezogenen sonstigen Leistungen im GJ 21 erwartet.

Für die **EBITDA-Marge** wird ein Rückgang auf 0,3 % im GJ 25 erwartet. Diese Reduzierung ist im Wesentlichen auf gestiegene sonstige betriebliche Aufwendungen bei gleichzeitig gesunkenem absoluten Rohertrag zurückzuführen. Die **Abschreibungen** sollen im Planungszeitraum deutlich gegenüber der Historie zurückgehen. Die **EBIT-Marge** soll von 0,4 % im GJ 21 auf 0,3 % im GJ 25 sinken. Neben einer Reduktion der Metallmarge und der Physischen Boni infolge sinkender Metallpreise, sind zudem steigende betriebsfixe Aufwendungen Ursache der geplanten Entwicklung des operativen Ergebnisses.

Margenanalyse

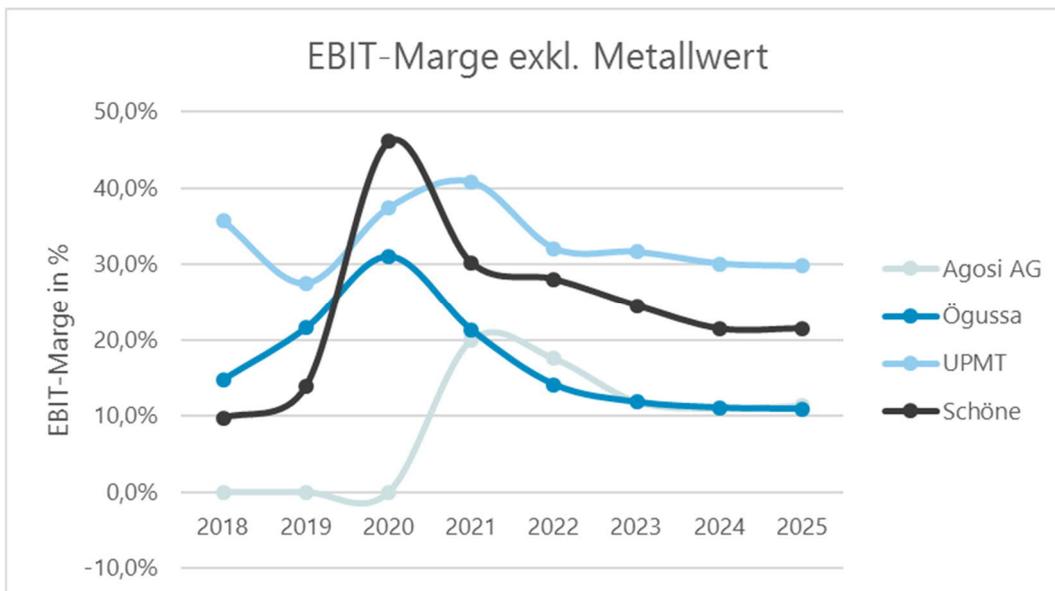
Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Wettbewerbsanalyse eine Analyse der EBIT-Margen der Gesellschaften der Agosi-Gruppe vorgenommen und diese mit den Margen der Peer Group verglichen. Zusätzlich hierzu haben wir eigene Plausibilitätsanalysen der Margen, auch vor dem Hintergrund der erwarteten Edelmetallpreisentwicklung vorgenommen. Wir haben die Analysen getrennt für die Geschäftsbereiche JIM als auch für die Galvanotechnik vorgenommen. Dabei haben wir zum einen die EBIT-Margen auf Basis der Umsatzerlöse inkl. Metallwert ermittelt sowie eine um den Metallwert bereinigte EBIT-Marge. Hintergrund dieser Bereinigungen ist, dass der Metallwert einen durchlaufenden Posten in der Ergebnisrechnung darstellt und die EBIT-Margen hierdurch stark verwässert werden. Diese Bereinigungen wurden auch von der Bewertungsgutachterin vorgenommen.

Für den Geschäftsbereich **JIM** ergeben sich folgende unbereinigte EBIT-Margen für den Zeitraum 2018 bis 2025 auf Basis der Umsatzerlöse **inkl. Metallwert**:



Quelle: Unternehmensplanung Agosi AG; Analysen Ebner Stolz

Auf Basis der Umsatzerlöse **exkl. Metallwert** ergeben sich folgende EBIT-Margen für den Zeitraum 2018 bis 2025:



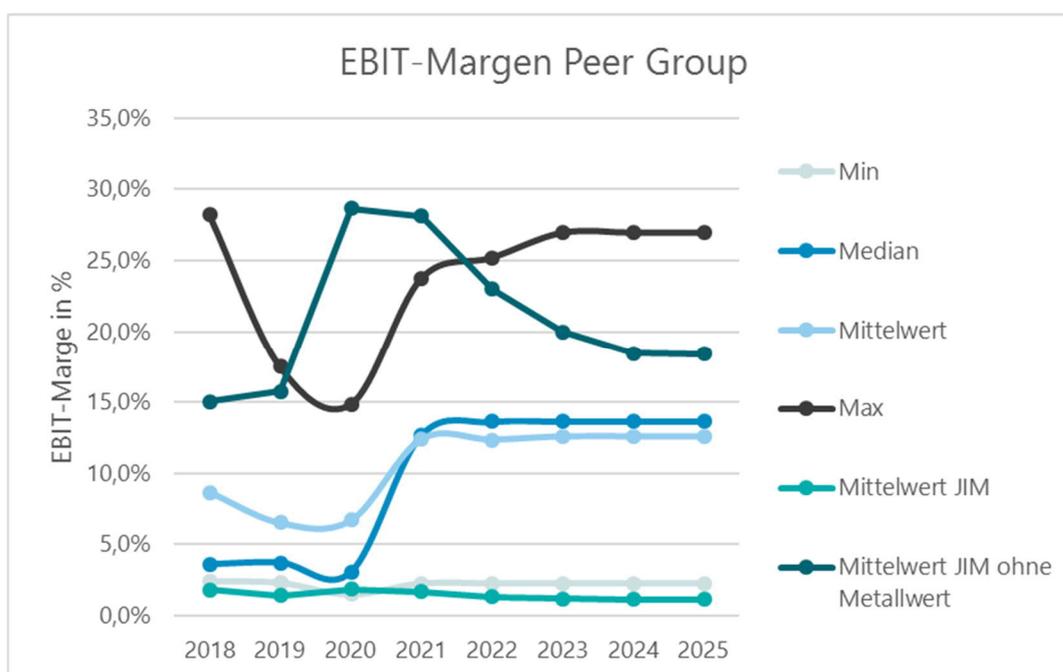
Quelle: Unternehmensplanung Agosi AG; Analysen Ebner Stolz

Im Planungsverlauf sollen die EBIT-Margen der im Geschäftsbereich JIM enthaltenen Unternehmen nach einem Anstieg in den GJ 20 und 21 kontinuierlich sinken. Während die durchschnittlichen EBIT-Margen im Zeitraum 2018 bis 2020 zwischen 0,6 % und 2,9 % lagen, belaufen sich diese im Zeitraum 2021 bis 2025 auf 0,6 % bis 2,7 %. Nach Auskunft des Vorstands der Agosi AG resultiert dieser Effekt aus einer Zyklizität, die sich regelmäßig nach exogenen Schocks oder Krisen an den Finanzmärkten sowie als Resultat auch bei den Rohstoffmärkten zeigt.

Als Folge exogener Schocks oder bei Krisenszenarien steigen die Edelmetallpreise zunächst deutlich an. Hierdurch verbessern sich kurzfristig die Margen des Geschäftsbereichs JIM. Dieser Margenzuwachs führt jedoch zu zwei Effekten. Zum einen attrahieren die hohen Margen weitere Wettbewerber, die angelockt von den hohen Margen in den Markt eintreten und einen Preis- und Margendruck ausüben. Zum anderen realisieren auch die Kunden die hohen Margen der Agosi AG und versuchen ihrerseits, durch Preisverhandlungen Preise zu optimieren, was ebenfalls einen Margendruck ausübt. Dies führt dazu, dass die Margen mittelfristig einen entsprechenden Rückgang erleiden. Die Erläuterungen des Vorstands erscheinen aus unserer Sicht nachvollziehbar.

Darüber hinaus ist die Entwicklung der Margen des Geschäftsbereichs JIM signifikant durch die zu erwartende Edelmetallpreisentwicklung geprägt. Wie zuvor dargestellt sehen die Analystenschätzungen, aber auch die unternehmensinternen Schätzungen, sinkende Edelmetallpreise voraus. Da nach Auskunft des Vorstands der Agosi AG die Kostenstrukturen vergleichsweise starr sind und Anpassungen der Kostenseite an die Ertragsaussichten nur eingeschränkt möglich erscheinen, ist der erwartete Rückgang der Margen im Geschäftsbereich JIM nachvollziehbar.

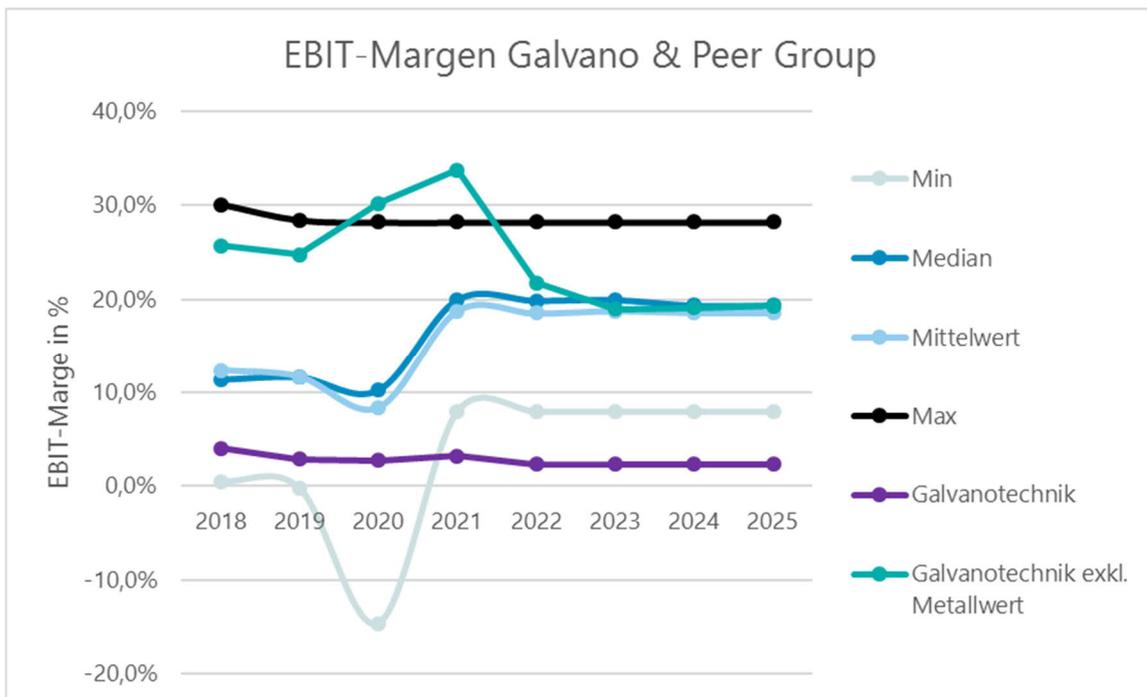
Des Weiteren haben wir einen Vergleich der EBIT-Margen des Geschäftsbereichs JIM mit den EBIT-Margen der Peer Group, die die Bewertungsgutachterin für die Ableitung des Betafaktors herangezogen hat, vorgenommen. Hierbei haben wir auf Konsensusprognosen von Aktienanalysen auf Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg zurückgegriffen. Diese Analyse ergibt die folgende Entwicklung der geplanten EBIT-Margen der Peer Group Unternehmen:



Quelle: Bloomberg, Analysen Ebner Stolz

Es zeigt sich, dass die Margen der Peer Group einer erheblichen Spreizung unterliegen und die Margen des Geschäftsbereichs JIM bezogen auf die EBIT-Marge mit Metallanteil am unteren Ende der Bandbreite liegt. Bezogen auf die EBIT-Margen ohne Metallanteil liegen diese jedoch deutlich über dem Mittelwert und dem Median der Margen der Peer Group. Nach Einschätzung des Vorstands der Agosi AG, sind die Margen der Peer Group-Unternehmen nur eingeschränkt mit denen des Geschäftsbereichs JIM vergleichbar, da zum einen die Behandlung der Metallanteile bei der Margenentwicklung nicht eindeutig nachvollziehbar und einheitlich ist und zum anderen die Peer Group Unternehmen teilweise weniger stark von der Edelmetallpreisentwicklung abhängen. Vor diesem Hintergrund erachten wir den Margenvergleich mit der Peer Group nur bedingt aussagekräftig.

Für die **Galvanotechnik** sowie deren Peer Group ergeben sich folgende bereinigte EBIT-Margen für den Zeitraum 2018 bis 2025 auf Basis der Umsatzerlöse inkl. Metallwert sowie exkl. Metallwert:



Quelle: Bloomberg, Analysen Ebner Stolz

Die EBIT-Margen der Galvanotechnik zeigen im Planungsverlauf ebenfalls eine rückläufige Tendenz, die mit den bereits beim Geschäftsbereich JIM erläuterten Faktoren zu begründen ist.

Auch bezogen auf den Peer Group Vergleich zeigt sich, dass die Margen der Peer Group der Galvanotechnik einer sehr weiten Spreizung unterliegen und die Margen der Galvanotechnik bezogen auf die EBIT-Marge mit Metallanteil am unteren Ende der Bandbreite liegt. Bezogen auf die EBIT-Margen ohne Metallanteil liegt die EBIT-Marge der Galvanotechnik auf dem Niveau des Mittelwerts und des Medians der Margen der Peer Group. Auch hier gelten hinsichtlich der eingeschränkten Vergleichbarkeit die bei dem Geschäftsbereich JIM dargestellten Ausführungen.

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der beschriebenen Zyklizität der Geschäftsentwicklung bei allen Gesellschaften der Agosi-Gruppe und der damit verbundenen Margenentwicklung für die ewige Rente nachhaltig eine EBITDA- und EBIT-Marge angesetzt, die sich aus dem jeweiligen Durchschnitt der EBITDA- und EBIT-Margen des Zeitraums 2018 bis 2025 für jedes einzelne Bewertungsobjekt ergibt. Mit dieser Vorgehensweise soll der Zyklizität des Geschäftsmodells Rechnung getragen werden. Die nachhaltigen Margen liegen somit über dem Durchschnitt der letzten Detailplanungsjahre. Wir erachten diese Vorgehensweise als angemessen.

## **Ergebnis unserer Prüfungshandlungen**

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir ausgehend von den normalisierten Vergangenheitszahlen die Planungsrechnung analysiert. Dabei haben wir insbesondere die Annahmen zur Edelmetallpreisentwicklung, die Umsatzentwicklung, das Mengengerüst sowie die EBITDA- und EBIT-Margen untersucht. Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Aussagen zur Entwicklung der relevanten Märkte sowie zur Entwicklung der Wettbewerber haben wir nachvollzogen. Zudem haben wir in verschiedenen Expertengesprächen mit den Planungsverantwortlichen der Agosi AG bzw. der Tochtergesellschaften ausführlich die wesentlichen Planungsprämissen und das jeweilige Markt- und Wettbewerbsumfeld diskutiert.

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Analysen zur Planungstreue in den GJ 18 bis GJ 20 zeigen, dass die Umsatz- und Ergebnisentwicklung in den betrachteten Jahren die Planwerte größtenteils übertroffen worden ist. Dies ist im Wesentlichen auf die Entwicklung der Edelmetallpreise und deren Abweichung von den prognostizierten Werten zurückzuführen. Insbesondere im GJ 20 haben sich nicht vorhersehbare Einflüsse aus der Covid-19-Pandemie ergeben und zu Abweichungen beigetragen.

Die erwartete Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist im Wesentlichen von den geplanten Edelmetallpreisen abhängig. Die Edelmetallpreisentwicklung ist von einer Vielzahl von Parametern abhängig. Hierzu zählen zum einen gesamtwirtschaftliche Faktoren wie Inflation, Zinsniveau, exogene Schocks, Krisen und Wechselkursentwicklungen. Zum anderen spielt auch die Nachfrage aus der Industrie sowie privater Anlagen eine bedeutende Rolle. Aufgrund dieser vielfältigen Einflussfaktoren, die schwer zu prognostizieren sind, besteht eine erhöhte Unsicherheit für die in der Unternehmensplanung dargestellten Umsatz- und Ergebnisbeiträge. Wir haben die Edelmetallprognosen der Agosi AG mit Marktstudien und Analystenschätzungen verschiedenster Quellen plausibilisiert. Die von der Agosi AG geplanten Edelmetallpreisentwicklungen liegen innerhalb der Bandbreite der analysierten Schätzungen.

Die in den Unternehmensplanungen erwarteten Margenentwicklungen haben wir analysiert und uns die maßgeblichen Einflussfaktoren der Margenentwicklung durch den Vorstand der Agosi AG erläutern lassen.

Vor dem Hintergrund unserer Prüfungshandlungen halten wir die Annahmen der Detailplanungsphase und der ewigen Rente für die Gesellschaften der Agosi-Gruppe für plausibel und auf der Grundlage der bestehenden Unternehmenskonzepte sowie des Marktumfelds für nachvollziehbar abgeleitet. Nach unseren Einschätzungen und der Basis der uns vorliegenden Marktstudien spiegelt die vorliegende Planung die Chancen und Risiken der Geschäftstätigkeit auf Ebene der Gesellschaften der Agosi-Gruppe aus heutiger Sicht angemessen wider (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16). Maßgeblich für das Eintreten der in der Planungsrechnung ausgewiesenen Umsatz- und Ergebnisbeiträge ist jedoch das Eintreten der erwarteten Edelmetallpreisentwicklung.

#### **d) Weitere Planungskomponenten**

##### **Finanzergebnis**

Das Finanzergebnis wurde von Deloitte auf Grundlage der jeweiligen Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzplanungen anhand einer Cashflow-Planung unter Berücksichtigung der von den Gesellschaften der Agosi-Gruppe erwarteten Finanzerträge und -aufwendungen sowie der im Detailplanungszeitraum angesetzten Ausschüttungsquoten für jedes einzelnen Bewertungsobjekt separat berechnet.

Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Forderungen und Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2020.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das durch die Bewertungsgutachterin berücksichtigte Zinsergebnis auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur und -konditionen, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und den Ausschüttungsannahmen für alle Bewertungsobjekte nachvollzogen.

Das Zinsergebnis wurde angemessen ermittelt.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind solche finanziellen Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft (OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05). Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein. Mit Meldung vom 7. April 2021 hat der Vorstand und der Aufsichtsrat der Agosi AG mitgeteilt, dass der ordentlichen Hauptversammlung am 28. Juli 2021 eine Dividende von EUR 2,00 je Aktie zuzüglich einer Sonderdividende von EUR 5,00 je Aktie vorgeschlagen werden soll.

Um eine Doppelerfassung zu vermeiden, hat die Bewertungsgutachterin die Dividende für das Geschäftsjahr 2020 aus der Ertragswertberechnung ausgeklammert. Diese Dividende wird den Aktionären der Agosi AG losgelöst von der Abfindung zufließen (OLG Düsseldorf, 19. Oktober 1999, 19 W 1/96).

### **Unternehmenssteuern**

Die Besteuerung der Agosi AG sowie deren Tochtergesellschaften erfolgt nach dem gegenwärtigen Stand des jeweiligen nationalen Unternehmenssteuerrechts. Die Ertragsteuern bei der Agosi AG und der Galvanotechnik berücksichtigen die **Gewerbe- und Körperschaftsteuer** sowie den **Solidaritätszuschlag** zur Körperschaftsteuer, die auf die inländischen Erträge anfallen. Die **ausländischen Unternehmenssteuern** sowie **Quellensteuern** wurden direkt auf Ebene der Tochtergesellschaften berücksichtigt.

Für die ausländischen Tochtergesellschaften Ögussa, UPMT und Schöne Edelmetaal wurden die jeweils gültigen Unternehmenssteuersätze berücksichtigt.

Steuerliche Verlustvorträge bestanden bei keinem der Bewertungsobjekte.

Latente Steuern wurden in der Detailplanungsphase berücksichtigt. In der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin keine latenten Steuern berücksichtigt, sondern eine Unternehmenssteuerquote entsprechend des jeweiligen nationalen Unternehmenssteuerrechts angesetzt.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die angewandten Steuersätze und die Berechnungen der prognostizierten Ertragsteuern überprüft. Der durch die Bewertungsgutachterin in den einzelnen Planjahren sowie der ewigen Rente ausgewiesene Steueraufwand der einzelnen Bewertungsobjekte ist angemessen abgeleitet.

### e) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes.

Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachter selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchen Kennzahlen ergeben (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses werden regelmäßig Ergebnismargen (bspw. EBIT/EBITDA-Marge) herangezogen. Insbesondere bei konjunkturabhängigen, auf Wettbewerbsmärkten tätigen Unternehmen sowie aber auch grundsätzlich bei Unternehmen, die geschäftsmodell- und/oder rechnungslegungsbedingt schwankende Ergebnisse aufweisen, können gegenseitige Durchschnittsbetrachtungen sachgerecht sein. Dahinter steht die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Auffassung, nach der das nachhaltige Ergebnis ein in der Unendlichkeit im Durchschnitt zu erwartendes Ergebnis abbilden sollte (vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.52 f.).

Eine Anreiz- oder Zielplanung kann vorliegen, wenn bei einer entsprechenden Marktcontinuität ein bisher auch in den besten bzw. schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant wird (OLG Düsseldorf, 17. Dezember 2017, 26 W 8/15).

Zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus hat die Bewertungsgutachterin Überlegungen zu einer langfristig im Durchschnitt erzielbaren EBITDA- und EBIT-Marge angestellt. Die bereits in Abschnitt 5.3.c) zur Margenanalyse erläutert, unterliegt das Geschäftsmodell der Agosi-Gruppe einer Zyklizität, die sich aus den langfristigen Edelmetallpreisentwicklungen, aber auch durch exogene makroökonomische Einflussfaktoren ergibt.

Die nachhaltige EBITDA-Marge hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von der durchschnittlichen EBITDA-Marge der Geschäftsjahre 2018 bis 2025 abgeleitet. Hierbei wurde für die EBITDA-Margen des Vergangenheitszeitraums auf die bereinigten EBITDA-Margen abgestellt. Insgesamt wurde auf diese Weise eine nachhaltige EBITDA-Marge für die Agosi AG in Höhe von 0,9 % abgeleitet. Für die Galvanotechnik (ohne Samos) beträgt die nachhaltige EBITDA-Marge 0,3 %, für die Ögussa 2,2 %, für die UPMT 3,3 % und für die Schöne Edelmetaal 0,5 %.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Berechnungen und Erläuterungen der Bewertungsgutachterin in Bezug auf die Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses sowie die Ableitung der nachhaltigen Investitionen nachvollzogen. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin unterstellten nachhaltigen EBITDA-Margen vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung sowie der Entwicklung und Annahmen im Planungszeitraum für plausibel.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausschüttung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.). Dies folgt bereits daraus, dass einkaufs- und absatzgetriebene Positionen (z. B. Working Capital) der Preissteigerung folgen werden und auch der Ersatz von Anlagegütern einer Inflation unterliegt. Mit anderen Worten wachsen grundsätzlich alle Gewinn- und Verlustpositionen sowie die Posten der Bilanz jährlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate. Eine Ausnahme stellen solche Bilanzposten dar, deren Veränderung entweder nicht zahlungswirksam ist, wie z. B. aktive oder passive latente Steuern oder für die in der ewigen Rente kein Wachstum zu unterstellen ist, wie z. B. für einen historisch erworbenen bilanziellen Goodwill. Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich - bei bilanzieller Betrachtung - aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.56).

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums ist grundsätzlich in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum 31. Dezember 2025 zu berücksichtigen (OLG Frankfurt a.M., 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10). Bei der Ableitung des sog. wirtschaftlichen Eigenkapitals sind jene Bilanzposten zu korrigieren, die inflationsbedingt keinem zahlungswirksamen Wachstum unterliegen.

Die nachhaltig unterstellten Investitionsbeträge liegen regelmäßig über den nachhaltig geplanten Abschreibungen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108). Die wachstumsbedingt thesaurierten Mittel verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr.

#### **f) Kapitalisierungszinssatz**

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

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

#### **Basiszinssatz**

Die Bewertungsgutachterin Deloitte hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet.

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ergab sich zum Ende unserer Prüfungsarbeiten über einen Dreimonatszeitraum ein einheitlicher Basiszinssatz von rund 0,30 %.

Als Datenbasis wurden für die Ermittlung des Basiszinssatzes die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt. Die entsprechenden Parameter (Zeitreihen „wt3201“ bis „wt3206“) finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

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

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15; m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.70).

Die Umrechnung der Spot Rates in einen barwertäquivalenten Einheitszins wird von der Rechtsprechung aus Praktikabilitätsgründen als angemessen eingeschätzt (OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15; OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14; OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13).

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.) wurde der einheitliche Basiszinssatz unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte kaufmännisch gerundet. Diese Rundung hat (in Bezug auf die korrespondierende Rundung größer 1,0 % auf ¼-Prozentpunkte) auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15). Dem Hinweis, durch die Rundung werde „präzises Wissen unterdrückt“ (vgl. Knoll/Kruschwitz/Löffler, RWZ 2019, S. 139, 143) stehen speziell bei all jenen Bewertungen, bei denen das Ende der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten zeitlich vor dem eigentlichen Tag der Hauptversammlung liegt, primär handwerkliche Gründe in dem Prozess der Erstellung/Prüfung einer Unternehmensbewertung entgegen (vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 928). Das OLG München hat diesen Gesichtspunkt explizit hervorgehoben und ausgeführt, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre diene (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18).

Der Basiszinssatz wurde um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 0,22 %.

Wir haben die Berechnungen nachvollzogen und gelangen für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten zu einem gerundeten Basiszinssatz nach Steuern von 0,22 %.

Wir halten die Verwendung eines risikolosen, nachhaltigen Basiszinssatzes von 0,30 % vor Steuern bzw. rund 0,22 % nach Steuern für angemessen. Zu den Folgewirkungen des im langfristigen Vergleich sehr niedrigen Zinsniveaus auf die geforderte Eigenkapitalrendite verweisen wir auf den nachstehenden Abschnitt zur Risikoprämie.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt (LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO178/12; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung, dem 27. Juli 2021 (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13).

### **Risikozuschlag**

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweisem Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und deshalb zu Recht als State of the Art angesehen wird (vgl. für alle: van Rossum, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., 2020, § 305 Tz. 147).

Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 27 f.). Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200).

Soweit an der Anwendbarkeit des CAPM vereinzelt Kritik geübt wird, stellt diese in der Regel darauf ab, dass auch beim CAPM eine Reihe von Parametern durch Einschätzungen des Bewertungsgutachters gefüllt werden müssen. Dies gilt indes gleichermaßen für alle anderen Kapitalmarktmodelle, unabhängig von deren Komplexität. Der Vorteil des CAPM liegt jedoch gerade darin, dass die relevanten Parameter in der wissenschaftlichen Forschung wie auch in der praktischen und juristischen Befassung mittlerweile deutlich herausgearbeitet und ausführlich diskutiert wurden. Schon dadurch ist die Anwendung des CAPM einer bloßen Ad-hoc-Schätzung ohne theoretische Fundierung überlegen. Auch kann wohl konstatiert werden, dass zum heutigen Zeitpunkt kein anderes Kapitalmarktmodell existiert (kritisch zur Arbitrage Pricing Theory und dem Mehrfaktorenmodell von Fama/French: LG München I, 28. März, 2014, 5 HK O 18925/08; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08; sowie zum Dividend Discount Model: OLG Frankfurt, 30. August 2008, 21 W 14/11), das dem CAPM überlegen ist.

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

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

Hinsichtlich der Ableitung von Marktrisikoprämien nach Steuern stehen unterschiedliche Konzepte zur Verfügung. Soweit ersichtlich handelt es sich bei der Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (Halbeinkünfteverfahren) um die bislang einzige Untersuchung zu historischen Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern. Für die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien nach Steuern verknüpft Beumer ein Ertragswertmodell mit Börsenkapitalisierungen und Analystenschätzungen für die Ergebnis- oder Cashflow-Erwartungen (vgl. Beumer, CF 2015, S. 330 ff.). Schließlich kann zur Überleitung von der Marktrisikoprämie vor Steuern auf die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf Modellrechnungen zurückgegriffen werden (IDW S 1 i. d. F. 2005, WPg 2005, S. 1303 ff.). Allgemein können mittels Tax-CAPM modellhaft Nach-Steuer-Marktrisikoprämien unter Berücksichtigung des jeweiligen Steuerregimes aus einem Zusammenspiel von nominellen Aktien-Renditen, Annahmen über die typisierten Haltedauern, Ausschüttungsquoten und nicht zuletzt des jeweiligen Niveaus des risikolosen Zinssatzes abgeleitet werden (vgl. Popp, WPg 2020, S. 836 ff.).

## Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“ (bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13; BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14; BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14). Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten; d. h. auch für die Marktrisikoprämie. Demnach muss die für die Ableitung der Parameter angewendete Methodik bzw. die Ausprägung einzelner Parameter in der Wirtschaftswissenschaft grundsätzlich anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie - als Punktschätzung - nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15).

Es kann zumindest nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, eine Lösung für bewertungsmethodische Ansätze zu entwickeln, für die in der Betriebswirtschaftslehre teilweise unterschiedliche Auffassungen vertreten werden und gerade für die Marktrisikoprämie eine Vielzahl von Studien bzw. Veröffentlichungen unterschiedlicher Motivation, Ableitungsmethodik, Datengrundlagen und Qualität zu finden sind. In der Praxis als Expertenauffassung (OLG Düsseldorf, 10. April 2019, 26 W 6/17) anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden (OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15).

Mit der Veröffentlichung vom Oktober 2012 hielt es der FAUB für sachgerecht sich an einer gegenüber früheren Empfehlungen (4,0 % bis 5,0 % Marktrisikoprämie nach Steuern) erhöhten Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern (Abgeltungsteuer) zu orientieren. In den uns bekannten jüngeren Entscheidungen der verschiedenen Oberlandesgerichte, die zu Stichtagen unter dieser Bandbreitenempfehlung ergangen sind, wird regelmäßig mit 5,5 % der Mittelwert der Bandbreite als angemessen eingeschätzt (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2020, 322, 326 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19; OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17; OLG Bremen, 15. Mai 2020, 2 W 47/19; OLG Schleswig, 9. März 2020, 9 W 169/15 (6,0 %); OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16; OLG Dresden, 16. August 2017, 8 W 244/17; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Celle, 17. Juni 2016, 9 W 42/16).

Das OLG München hat in verschiedenen Beschlüssen aus den Jahren 2018 und 2019 für Bewertungsstichtage aus den Jahren 2013 und 2014 eine zurückhaltende Einstellung gegenüber dem Mittelwert der Bandbreitenempfehlung zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern des FAUB vom September 2012 in Höhe von 5,5 % geäußert und die Auffassung des LG München I einer Marktrisikoprämie nach pers. Steuern von 5,0 % bestätigt. In seinem Beschluss vom 12. Mai 2020 geht das OLG München für einen Stichtag im März 2016 allerdings nun auch von dem Mittelwert der zum Bewertungsstichtag einschlägigen Bandbreitenempfehlung des FAUB in Höhe von 5,5 % aus (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18).

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem pluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex-ante Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet (vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806 ff.). Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht alleine auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer. Auch erfolgt nicht die grundsätzlich denkbare, und von den österreichischen Wirtschaftsprüfern favorisierte, Vorgabe einer Bandbreite von Aktienrenditen, aus der die Marktrisikoprämie durch Abzug des jeweils zum Bewertungsstichtag aktuellen Basiszinssatzes abgeleitet werden könnte. Dazu wird in der Empfehlung der österreichischen Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftsprüfer vom 17. Oktober 2017, ausschließlich gestützt auf implizite Kapitalkostenmessungen, eine Bandbreite der impliziten Gesamtrendite zwischen 7,5 % und 9,0 % abgeleitet (vgl. hierzu Bertl, WPg 2018, S. 805; Rabel, BewP 2018, S. 2).

Die aktuellen Analysen des FAUB weisen auf einen leichten Rückgang der Gesamrendite (vor persönlichen Steuern) im Zeitablauf - insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 hin. Dieser Rückgang steht allerdings in keinem Verhältnis zu dem Rückgang des Basiszinssatzes (d. h. den Renditen deutscher Staatsanleihen). Die Gesamrendite liegt demnach in einer Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 % (vor persönlichen Steuern). Der Fokus bei der Ableitung der neuen Kapitalkostenempfehlung liegt indes nicht im untersten Bandbreitenbereich. Da angesichts der aktuellen Verhältnisse am Kapitalmarkt die bisherige Empfehlung (maximale Marktrisikoprämie von 7,0 % vor Steuern) zu Kapitalkosten führt, die nicht mehr zu den empirischen Beobachtungen am Kapitalmarkt passen, erfolgte mit der Erhöhung der Obergrenze für die Marktrisikoprämie vor Steuern auf 8,0 % eine Anpassung. Hinsichtlich der Fixierung der unteren Grenze wird in der FAUB-Empfehlung ausgeführt, dass damit der Möglichkeit Rechnung getragen wird, dass die am Kapitalmarkt beobachtbaren Gesamrenditen im Zeitablauf weiter leicht nachgeben können (vgl. FAUB, IDW Life 2019, S. 818, 819). Am unteren Ende der Vor-Steuer-Marktrisikoprämie wurde die bisherige Untergrenze von 5,5 % gestrichen und der untere Rand des Kernbereichs der vorangegangenen Empfehlung vom September 2012 mit 6,0 % festgelegt, um wieder nahtlos an die vorangegangene Empfehlung anzuschließen (vgl. Popp, WPg 2020, S. 836, 847). Vor diesem Hintergrund hat der FAUB in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 beschlossen, die Bandbreitenempfehlung auf eine Bandbreite von **5,0 % bis 6,5 %** für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern leicht nach oben zu erweitern (vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.).

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung - bestätigt durch die Rechtsprechung - in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag (vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15). Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein (vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 250).

Die Bewertungsgutachterin Deloitte hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,75 % festgelegt. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Diese Einschätzung halten wir für angemessen. Ferner hat die Bewertungsgutachterin auf den Ansatz einer länderspezifischen Risikoprämie bei der UPMT erhöhend verzichtet. Dieses Vorgehen erachten wir - da für die ausscheidenden Aktionäre vorteilhaft - für angemessen.

Ergänzend möchten wir darauf hinweisen, dass das OLG München ausgehend von der vom FAUB genannten Gesamtrenditeerwartung (vor persönlichen Steuern) von 7,0 % bis 9,0 % auf eine Gesamtrenditeerwartung von 5,62 % bis 7,22 % nach persönlichen Steuern (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18), d.h. einen Mittelwert von 6,42 % nach persönlichen Steuern verwiesen hat. Die Überleitungsrechnung des OLG München basiert auf folgender Rechnung:

**Überleitungsrechnung OLG München**

	Vor pers. Steuern			Nach pers. Steuern		
	von	bis	Mittelwert	von	bis	Mittelwert
Gesamtrenditeerwartung	7,00%	9,00%	8,00%	5,62%	7,22%	6,42%
Ausschüttungsquote	50,0%					
<i>davon Dividendenrendite</i>	3,50%	4,50%		2,58%	3,31%	
<i>davon Kursrendite</i>	3,50%	4,50%		3,04%	3,91%	

Quelle: eigene Darstellung

Die Gesamtrendite vor persönlichen Steuern von 7,00 % bis 9,00 % wird unter der Annahme einer markttypischen Ausschüttungsquote von 50,0 % auf eine Dividendenrendite und eine Kursrendite aufgeteilt. Dividenden werden mit der vollen Abgeltungsteuer zzgl. SolZ (26,375 %), Veräußerungsgewinne in Gestalt der Kursrendite mit dem hälftigen Satz belegt. In Summe ergibt sich hieraus die Gesamtrendite nach persönlichen Steuern mit einem Mittelwert von 6,42 %.

Bei dem der Bewertung von Deloitte zugrunde gelegten Basiszins von 0,22 % nach persönlichen Steuern ergäbe sich im Hinblick auf die vom OLG München genannte mittlere Gesamtrenditeerwartung rechnerisch eine MRP nach persönlichen Steuern in Höhe von 6,20 %, d. h. am oberen Ende der derzeitigen Bandbreitenempfehlung zur Marktrisikoprämie des FAUB.

**Betafaktor**

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobildung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos gesehen (OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98). Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93). Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11).

Nach dem CAPM wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („Diversifikation“). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**“, das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem diversifizierbaren sogenannten „**unsystematischen Risiko**“ unterschieden. Nach dem CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko.

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

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. In der Vergangenheit wurde die Aussagekraft des Betafaktors regelmäßig anhand statistischer Kriterien (Bestimmtheitsmaß, T-Test) überprüft. Die Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird inzwischen zunehmend (auch) auf die Liquidität der Aktie abgestellt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“ (vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.).

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

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

### Originärer Betafaktor der Agosi AG

Für börsennotierte Unternehmen wie die Agosi AG kann ein - historischer - Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der Auffassung des OLG Stuttgart (Vorlagebeschluss, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08; BGH, 19. Juli 2010) ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr wird gefordert, dass die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden muss (OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07).

Die Aktien der Agosi AG sind zum Handel im Freiverkehr in München und Düsseldorf unter der ISIN DE0005038509 (WKN 503850) zugelassen.

Die Bekanntgabe der Absicht einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen erfolgte am 2. Februar 2021 um 20:45 Uhr durch die Umicore NV. Daher wird in der folgenden Übersicht der originäre Betafaktor der Agosi AG über einen zweijährigen Zeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen bezogen auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Agosi AG infolge eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs durch die Umicore AG, dargestellt.

#### Originärer Betafaktor der Agosi AG zum 2. Februar 2021

Name	Renditebeobachtung	Index	R <sup>2</sup>	Levered Raw Beta	Unlevered Beta
Agosi AG	2-Jahre wöchentlich	CDAX	0,04	0,13	0,13
	5-Jahre monatlich	CDAX	0,00	-0,03	-0,03

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Die Bewertungsgutachterin hat den Betafaktor der Agosi AG auf Basis der Daten des Datenbankdienstleisters S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Capital IQ), eine Gesellschaft der S&P Global Inc., New York City/USA („S&P Global Market Intelligence“), ermittelt und analysiert. Deloitte hat zur Überprüfung der Eignung des originären Betafaktors der Agosi AG eine statistische Güteanalyse anhand unterschiedlicher statistischer Maße durchgeführt, um Aufschluss darüber zu erlangen, wie statistisch aussagekräftig der Betafaktor ist. Neben der Liquidität des Aktienhandels, wurden das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) und der T-Test angewendet. Im Rahmen dieser Analysen kommt Deloitte zum Schluss, das neben einer hohen Geld-Brief-Spanne als Maß zur Beurteilung der Liquidität der Aktie der Agosi AG, zudem die statistische Signifikanz für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum nicht gegeben ist. Da im Ergebnis kein aussagekräftiger und unverzerrter empirischer Betafaktor aus den Handelsdaten der Agosi-Aktien abgeleitet werden könne, hat die Bewertungsgutachterin von der Verwendung des originären Betafaktors der Agosi AG zur Ableitung des Risikozuschlags abgesehen. Wir haben die Analysen und Ergebnisse von Deloitte nachvollzogen und erachten diese für nachvollziehbar und angemessen.

Die Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich Aktienrenditen sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Wie aus der nachfolgend dargestellten auf den 8. Februar 2019 indexierten Kursentwicklung der Aktien der Agosi AG im Vergleich zum CDAX bis zum 2. Februar 2021 (als letzter Handelstag vor Bekanntmachung der Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlicher Squeeze-outs) hervorgeht, zeigt das Kursbild bis Anfang März 2020 eine noch relativ parallele Entwicklung zum CDAX. Ab diesem Zeitpunkt kommt es infolge des Einbruchs der globalen Aktienmärkte durch die zunehmende Ausbreitung der Corona-Pandemie zu einer Entkopplung.



Datum	Beschreibung
März 2020	Einbruch der globalen Aktienmärkte infolge der Corona-Pandemie
25.06.2020	Agosi AG hebt die Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2020 an
17.12.2020	Erneute Anpassung der Ergebnisprognose der Agosi AG vom 25.06.2020
02.02.2021	Bekanntgabe beabsichtigte Durchführung Konzernverschmelzung der Agosi AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) durch Umicore NV

Quelle: Bloomberg, Ad-Hoc-Mitteilungen der Agosi AG, eigene Berechnungen und Recherchen

Infolge höherer Edelmetallpreise und stärkeren Abverkäufen von Investmentprodukten, hat der Vorstand der Agosi AG mit seiner Veröffentlichung vom 25. Juni 2020 die im Lagebericht für das GJ 19 genannte Ergebnisprognose angepasst. Dabei wurde davon ausgegangen, dass der Jahresüberschuss des GJ 20 gegenüber dem Vorjahr leicht steigen wird. Insbesondere Edelmetallpreise und die Nachfrage nach Investmentprodukten waren infolge der Corona-Pandemie wesentlich gestiegen. Dieser Trend setzte sich auch in der zweiten Jahreshälfte 2020 fort, so dass ausweislich der Veröffentlichung vom 17. Dezember 2020 mit einem deutlicheren Anstieg des Ergebnisses gegenüber dem Vorjahr gerechnet wird.

### Betafaktor der Peer Group

Die Bewertungsgutachterin hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos der zu bewertenden Unternehmen auf Vergleichsgruppen börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle der Unternehmen innerhalb der Agosi AG hat die Bewertungsgutachterin jeweils gesonderte Peer Groups für die im Geschäftsbereich JIM zusammengefassten Unternehmen (Agosi AG, Ögussa, UPMT, Schöne Edelmetaal), sowie eine gesonderte Peer Group für die Galvanotechnik einschließlich für das Projekt Samos ermittelt.

Der Rückgriff auf die Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07; OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07).

Zur **Auswahl** der Vergleichsunternehmen hat die Bewertungsgutachterin die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf das Geschäftsmodell der Agosi AG sowie deren Tochtergesellschaften untersucht. Mit Hilfe der Datenbank Capital IQ wurde in einem ersten Schritt eine Grundgesamtheit potenzieller Vergleichsunternehmen aus verwandten Branchen bestimmt („Long List“). Die Bewertungsgutachterin hat hierbei Informationen aus dem Geschäftsbericht der Agosi Gruppe, von der Gesellschaft bereitgestellte Informationen zum Markt- und Wettbewerbumfeld auf Ebene der einzelnen Tochtergesellschaften sowie externe Marktstudien berücksichtigt. Als operatives Risiko wurde das Produktportfolio, die Kundenstruktur, regionale Ausrichtung, Marktstellung sowie Kostenstruktur betrachtet. Da sowohl die Unternehmen des Geschäftsbereichs JIM als auch die Galvanotechnik von den allgemeinen Preisentwicklungen der Edelmetalle abhängig sind, war eine regionale Ausrichtung der Vergleichsunternehmen nicht unmittelbar notwendig. Zudem erwirtschaften die Unternehmen Umsatzerlöse nicht ausschließlich auf dem lokalen Markt, sodass wir die Auswahl von internationalen Unternehmen als angemessen erachten. Es werden nachfolgend die Überlegungen hinsichtlich der Zusammensetzung der Peer Group durch die Bewertungsgutachterin dargestellt.

Mit dem Fokus auf die Edelmetallverarbeitung wurden durch Deloitte Unternehmen der zugehörigen Branche identifiziert, die Umsatzerlöse zu einem signifikanten Anteil aus der Weiterverarbeitung und dem Recycling von Edelmetallen erzielen und zugleich eine vergleichbare Marge zu den Unternehmen des Geschäftsbereichs JIM besitzen. Die Vergleichbarkeit der operativen Marge soll dabei Rechnung tragen, dass eine vergleichbare Kostenstruktur zwischen den Unternehmen und dem Bewertungsobjekt gegeben ist. Auf Basis der Analysen durch Deloitte verdichtete sich die Long List auf insgesamt 7 Unternehmen („Short List“).

Im Rahmen der Ableitung von Vergleichsunternehmen für die **Galvanotechnik** sowie **Projekt Samos** wurden Unternehmen aus der Branche der Edelmetallverarbeitung identifiziert, deren operativer Schwerpunkt in der Oberflächenbehandlung bzw. Galvanisierung mittels Chemikalien liegt. Für die Peer Group der Galvanotechnik wurden Unternehmen identifiziert, die hinsichtlich ihrer Produkte und Dienstleistungen und des Weiteren ihre Umsätze zudem zu einem signifikanten Anteil in der Oberflächenbehandlung und Galvanisierung erwirtschaften. Zudem erfolgte ein Vergleich der Margen der Peer Group der Galvanotechnik. Unternehmen, welche unter anderem in der Exploration und der Förderung von Metallen aktiv sind, wurden aus der Peer Group entnommen. Auf Basis der Analysen durch Deloitte verdichtete sich die Long List auf insgesamt 6 Unternehmen („Short List“).

Für die ausgewählten Peer Group Unternehmen der beiden Geschäftsbereiche hat die Bewertungsgutachterin Betafaktoren für wöchentliche Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren sowie für monatliche Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren ermittelt. Als Vergleichsindizes wurden der MSCI World Index sowie die breitesten lokale Indizes verwendet. Die Belastbarkeit der Betafaktoren hat Deloitte anhand statistischer Gütekriterien sowie Liquiditätsbetrachtungen (Geld-Brief-Spanne, Handelsvolumen sowie Streubesitz) sowie der statistischen Signifikanz der Regressionsergebnisse anhand des T-Test untersucht.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der zwei ermittelten Peer Groups um Kapitalstruktureffekte, wurden die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (sogenanntes „Unlevern“), um eine Vergleichbarkeit mit dem operativen Risikoprofil des Bewertungsobjekts herstellen zu können (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08).

Die Umrechnung der verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin unter Rückgriff auf eine Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta“) vorgenommen.

Im Rahmen unserer Prüfung des Betafaktors haben wir die Auswahl der Peer Group Unternehmen sowie das von der Bewertungsgutachterin angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen. Die Auswahl der in die Peer Groups einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der Agosi AG sowie deren Tochtergesellschaften auf Basis der uns im Zuge unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt und durch eigene Recherchen und Analysen überprüft. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg plausibilisiert.

Ausgehend von den zuvor beschriebenen Peer Groups für die Geschäftsbereiche der Bewertungsobjekte hat die Bewertungsgutachterin eine Bandbreite an Betafaktoren für einen zweijährigen Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervall als auch einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervall ermittelt. Für den Geschäftsbereich JIM wurde ein mittlerer Betafaktor von 0,94 und für die Galvanotechnik von 0,97 ermittelt. Die Bewertungsgutachterin hat die ermittelten Betafaktoren gutachtlich um 0,05 Schritte abgerundet, woraus eine Reduktion des angesetzten Betafaktors resultiert. Die Abrundung des Betafaktors hat dabei einen werterhöhenden Effekt. Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen liefert der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Betafaktor für den Geschäftsbereich JIM in Höhe von 0,90 eine angemessene Indikation für das zukünftige systematische Risiko der Agosi AG sowie der weiteren Unternehmen des Geschäftsbereichs JIM. Ebenso haben wir uns ein Bild hinsichtlich der Angemessenheit des Betafaktors der Galvanotechnik von 0,95 gemacht und erachten diese als geeigneten Indikator des systematischen Risikos des Geschäftsmodells.

#### g) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag mit 1,0 % festgelegt.

Vorab dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

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

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

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

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

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

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

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

mit

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

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten vor Steuern ergeben sich überschlägig bei einem Basiszinsatz vor Steuern von 0,30 %, einer Marktrisikoprämie vor Steuern von 7,0 % und bei einem verschuldeten Betafaktor von rund 0,90 mit rund 6,60 %. Die effektive Ausschüttungsquote beläuft sich vorliegend auf rund 50,0 %.

Bezogen auf die Daten der Agosi AG ergibt sich näherungsweise folgende Gesamtwachstumsrate:

$$3,8 \% = (1 - 50 \%) * 6,60 \% + 50 \% * 1,0 \%$$

Insofern entspricht ein zur Unternehmensbewertung der Agosi AG unterstellter Wachstumsabschlag von 1,0 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 3,8 %.

Den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag haben wir ausgehend von Preisindizes des Statistischen Bundesamtes sowie anhand von Prognosen von Bankanalysten und des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland auf Plausibilität geprüft.

Statistisches Bundesamt - Stand des Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2015=100)		Ø Veränderung
März 2018	102,9	
März 2019	104,2	
März 2020	105,7	
März 2021	107,5	1,5%

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland		Ø Veränderung
--	--	------------------

2021

Untergrenze der Schätzung	1,1%	
Obergrenze der Schätzung	2,9%	2,2%

2022

Untergrenze der Schätzung	0,8%	
Obergrenze der Schätzung	2,5%	1,5%

2023

Untergrenze der Schätzung	1,0%	
Obergrenze der Schätzung	2,0%	1,6%

Schätzungen des internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland		Ø Veränderung
--	--	------------------

2021		1,2%
2022		1,4%
2023		1,5%

Unter Berücksichtigung der Verbraucherpreisentwicklung des vergangenen Dreijahreszeitraums ergibt sich eine durchschnittliche jährliche Erhöhung der Verbraucherpreise um 1,5 %. Schätzungen von Bankanalysten für die Veränderung der Konsumentenpreise in den Jahren 2021 bis 2023 bewegen sich für Deutschland laut einer Übersicht des Finanzdienstleisters Bloomberg in einem Bereich von 0,8 % und 2,9 %. Der internationale Währungsfonds erwartet für die Jahre 2021, 2022 und 2023 einen Anstieg der Verbraucherpreise von jeweils 1,2 %, 1,4 % und 1,5 %. Im Mittel ergibt sich auf Basis der Analystenschätzungen und der Schätzungen des Internationalen Währungsfonds über die Jahre 2021 bis 2023 eine erwartete Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von rund 1,6 % p. a.

Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.

Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) bestätigt. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die herrschende Meinung wider (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 267; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C Tz. 127; ablehnend zu anderen Studien: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08). Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher ist (OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13; OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06).

Als erster Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich vor dem Hintergrund der oben dargestellten durchschnittlichen Inflationsraten bzw. -erwartungen eine Wachstumsrate von unter 1,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Absatzmärkte auch die Wettbewerbsposition der Agosi-Gruppe zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Im Hinblick auf das Geschäftsmodell der Agosi AG und ihrer Tochtergesellschaften ist festzustellen, dass nur limitierte Möglichkeiten der Effizienzsteigerungen bestehen, um Kostensteigerungen zu begegnen. Zudem sind die Gesellschaften in einem Marktumfeld tätig, welches durch hohe Wettbewerbsintensität geprägt ist. Ferner geht die Gesellschaft bei Absatz- und Einkaufspreisen bezogen auf Edelmetalle nicht von einer Preissteigerung, sondern von Preisrückgängen aus. Aus diesem Grund ist eine vollständige Weitergabe der aus der Inflation resultierenden Kostensteigerungen an Kunden nicht anzunehmen. Dies würde grundsätzlich erwarten lassen, dass die nominellen Wachstumsperspektiven der Agosi-Gruppe unterhalb von 1,0 % liegen.

Da ein höherer Wachstumsabschlag *ceteris paribus* werterhöhend im Sinne der ausscheidenden Aktionäre wirkt, halten wir im Ergebnis den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 % für angemessen.

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag liegt in einer von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.130).

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes werden sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne grundsätzlich bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt (vgl. Abschnitt 5.3. h)). Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Tz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141).

Die Bewertungsgutachterin hat die inflationsbedingten Veräußerungsgewinne sachgerecht bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt.

#### **h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**

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

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (17. Oktober 2011, 20 W 7/11) ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen“ Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden (OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17).

### i) Ertragswertberechnung

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

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

#### **Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung**

Als Grundlage für die Dividendenbesteuerung der Aktionäre der Agosi AG ist es erforderlich, eine Ausschüttungsquote abzuleiten. Für die ersten Planjahre 2021 und 2025 hat die Bewertungsgutachterin im Hinblick auf die prognostizierten Ergebnisse entsprechend den Planungsprämissen der Agosi AG eine Vollausschüttung angenommen. Die Vollausschüttungshypothese folgt der von der Agosi AG in der Vergangenheit verfolgten Ausschüttungspolitik und entspricht dem von der Agosi AG in der Planung beabsichtigten Ausschüttungsverhalten. Wir haben das Ausschüttungsverhalten der Agosi AG für die GJ 17 bis GJ 20 analysiert. In diesen GJ lagen die Ausschüttungsquoten zwischen 91,8 % und 99,8 % und im Durchschnitt bei 96,4 %.

Im Zeitraum der ewigen Rente liegt die von der Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote von 50,0 % in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 280; das auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % verweist; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16 [50%]; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12). Darin wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Bilanzwachstum als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. Klarstellend weisen wir darauf hin, dass hierbei nicht auf die unternehmensindividuelle Ausschüttungsquote unter Einbezug des unternehmensspezifischen Betafaktors abzustellen ist.

Insgesamt sind die von Deloitte angesetzten Ausschüttungsbeträge bzw. -quoten nach unserer Einschätzung angemessen. Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert.

### **Veräußerungsgewinnbesteuerung**

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

In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich SolZ (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1436, m.w.N.; OLG Düsseldorf, 28. Oktober 2019, 26 W 3/17; OLG München, 26. Juni 2018, 312 Wx 382/15; OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Des Weiteren sind sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200). Ausgangspunkt hierfür ist die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne. Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die Überlegung i.d.R. auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollausschüttung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-)Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. SolZ (vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.). Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141).

Im Rahmen des Tax-CAPM wird die Marktrisikoprämie aus Aktienrenditen abgeleitet. Diese wiederum werden aus der langfristigen nominalen, d. h. inflationsbeeinflussten Steigerung von Aktienindices abgeleitet. Die jährliche Veränderung des Indexstandes setzt sich zusammen aus Dividenden- und Kursrenditen der einbezogenen Aktien. Bei der Überleitung der Vor-ESt-Aktienrendite in eine Nach-ESt-Aktienrendite (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 396) wird der auf die Dividendenrendite entfallende Teil der nominellen Abgeltungsteuer unterworfen. Der Differenzbetrag zwischen Aktienrendite und Dividendenrendite entspricht der Kursrendite. Am Markt historisch beobachtbare bzw. erwartete Aktienkursentwicklungen, mithin Kursrenditen, stellen nominale Größen dar. Insofern sind inflationsbedingte Kurssteigerungen in diese Größe „eingepreist“ (vgl. zur Analyse inflationsbereinigter Realrenditen Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 812 ff.). Wird nun im Rahmen des Tax-CAPM bei der Ermittlung der Nach-ESt-Marktrisikoprämie die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz vermindert, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-) Kursgewinne erfasst. Da die Überleitung von der Aktienrendite vor und nach Steuern gemäß dem Tax-CAPM erfolgt, kommt es nicht auf die konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie (vergangenheitsbezogen oder zukunftsorientiert) an, da jede in das Tax-CAPM eingesetzte Aktienrendite vollständig der Besteuerung unterliegt (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149, 154; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200 f.). Um die Steuer- bzw. Verfügbarkeitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicherzustellen, ist dann die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen auch bei der Ertragswertermittlung zu erfassen.

Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u.E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt bzw. nicht beanstandet (OLG Bremen, 15. Mai 2020, 2 W 47/19; OLG Schleswig, 9. März 2020, 9 W 169/15; OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019 20 W 27/18; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15; OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16; OLG Hamburg, 30. Juni 2016, 13 W 75/14; LG Stuttgart, 1. Oktober 2019, 31 O 36/16; LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16; LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15; LG Frankfurt, 25. April 2019, 3-05 O 45/16; LG Bremen, 7. Februar 2019, 11 O 231/15; LG Frankfurt, 4. Februar 2019, 3-05 O 68/17; LG Stuttgart, 18. November 2018, 31 O 130/15; LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15; LG Gera, 25. Juni 2018, 11 HK O 55/16; LG Stuttgart, 3. April 2018, 31 O 138/15; LG Düsseldorf, 15. Januar 2018, 31 O 5/13; LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 79/14; LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15; LG Stuttgart, 12. Mai 2017, 31 O 61/13; LG München I, 28. April 2017, 5 HKO 26513/11; LG München I, 25. April 2016, 5 HK 20672/14; LG Hamburg, 15. Oktober 2015, 403 HKO 42/14; LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HKO 166/12; LG München I, 21. August 2015, 5 HK O 1913/14; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12; LG Hamburg, 26. September 2014, 403 HKO 19/13; a.A. LG München I, 26. Juli 2019, 5 HK O 13831/17; LG München I, 16. April 2019, 5 HK O 14963/17; LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, LG Dortmund, 26. August 2019, 20 O 4/12).

Die Bewertungsgutachterin hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen sachgerecht bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen berücksichtigt.

### **Kapitalisierung der Nettozuflüsse**

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

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen zum Jahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen GJ zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2020 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung in der ewigen Rente erfolgte gleichermaßen.

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

#### 5.4. Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat Sonderwerte bei der Agosi AG und der Galvanotechnik identifiziert und berücksichtigt. Der berücksichtigte Sonderwert bei der Agosi AG bezieht sich auf den Buchwert des Eigenkapitals der Allgemeinen Suisse SA i. H. v. TEUR 10,9. Die Gesellschaft hat auskunftsgemäß die Geschäftstätigkeit eingestellt und befindet sich in Liquidation, aus diesem Grund wurde keine Planungsrechnung für diese Gesellschaft erstellt. Im Zusammenhang mit der Liquidation hat die Allgemeine Suisse SA bereits das gesamte Anlagevermögen veräußert. Bei der Galvanotechnik wurde Projekt Samos als Sonderwert berücksichtigt. Hintergrund dieses Vorgehens war der gegenüber der Galvanotechnik längere Detailplanungszeitraum bis 2030. Die Ergebnisbeiträge wurden mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten der Galvanotechnik diskontiert.

Darüber hinaus liegen nach Auskunft des Vorstands der Agosi AG sowie nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse keine Anhaltspunkte für die Existenz nicht betriebsnotwendiger Vermögensteile vor.

#### 5.5. Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten ergibt sich insgesamt für die Agosi AG zum Bewertungsstichtag 28. Juli 2021 ein aus dem Ertragswert und den Sonderwerten abgeleiteter Unternehmenswert von rund TEUR 351.024. Dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie in Höhe von EUR 73,32.

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

#### 5.6. Börsenkurs

##### **Ermittlung des Dreimonats-Durchschnittskurses**

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen.

So führt der BGH aus, wenn die Börsenkurse nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme „...in die Referenzperiode einbezogen werden, spiegelt der ermittelte Börsenkurs nicht mehr - wie geboten - den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden kann. [...] Diese Nachfrage hat aber mit dem Verkehrswert der Aktie, mit dem der Aktionär für den Verlust der Aktionärsstellung so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre (BVerfGE 100, 289, 305), nichts zu tun.“ Die Wahl des Referenzzeitraums dient u. a. der Verhinderung von Manipulationsmöglichkeiten. Ein Missbrauch soll dabei von beiden Seiten ausgeschlossen werden. Vor der Manipulation durch den Hauptaktionär durch die Auswahl eines besonders günstigen Zeitpunktes ist der Minderheitsaktionär nach Auffassung des BGH dadurch geschützt, dass die Barabfindung nie geringer sein kann als der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert.

Niederschlag hat diese Auffassung auch in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung gefunden, der bestimmt, dass die im Falle eines Übernahmeangebotes angebotene Gegenleistung mindestens dem volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes entsprechen muss.

Am Dienstag, den **2. Februar 2021 um 20:45 Uhr** hat die Umicore NV dem Vorstand der Agosi AG die „feste Absicht“ mitgeteilt, die Agosi AG als übertragenden Rechtsträger auf die Umicore International AG (vormals Umicore International GmbH), (die „Hauptaktionärin“), als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen. Die Hauptaktionärin ist nach Angaben der Umicore AG eine mittelbare 100%ige Tochtergesellschaft der Umicore NV.

Die Umicore NV hat dem Vorstand der Agosi AG weiter mitgeteilt, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung der Agosi AG auf die Hauptaktionärin der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Agosi AG nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 des Umwandlungsgesetzes in Verbindung mit §§ 327a ff. des Aktiengesetzes beabsichtigt ist (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out).

Aufgrund der Ankündigung der geplanten Strukturmaßnahme am 2. Februar 2021 um 20:45 Uhr und somit nach Börsenschluss, hat die Bewertungsgutachterin den Tag der Ankündigung bei der Ableitung des Dreimonatszeitraums mitberücksichtigt. Diese Vorgehensweise begründet die Bewertungsgutachterin damit, dass aufgrund der Ankündigung nach Börsenschluss der Aktienkurs der Agosi AG durch die Ankündigung der Strukturmaßnahme an diesem Handelstag nicht beeinflusst worden sei. Der Dreimonatszeitraum endet somit am 2. Februar 2021.

Demgegenüber sieht die Beschreibung der Vorgehensweise auf der Internetseite der BaFin für die Ermittlung des Börsenkurses vor, auf den Dreimonatszeitraum bis zum (Handels-)Tag vor der Veröffentlichung der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen, abzustellen. Dabei würde der Dreimonatszeitraum am 1. Februar 2021 enden. Da der Dreimonatsdurchschnittskurs für den am 2. Februar 2021 endenden Zeitraum über dem am 1. Februar endenden Dreimonatsdurchschnittskurs liegt, halten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin im Sinne der ausscheidenden Aktionäre für angemessen.

### **Art der Durchschnittsbildung**

Bezüglich der Ermittlung des volumengewichteten Durchschnittskurses ist grundsätzlich auf den von der BaFin errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen. Ausweislich des Schreibens der BaFin vom 5. Mai 2021 konnte die BaFin keinen nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete gültige Mindestpreis der Aktien der Agosi AG zum Stichtag 2. Februar 2021 ermitteln, da die Aktien der Agosi AG an keinem Regulierten Markt in Deutschland gehandelt werden.

Die Bewertungsgutachterin Deloitte hat den Dreimonatsdurchschnittskurs zum 2. Februar 2021 auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg ermittelt. Dieser beläuft sich

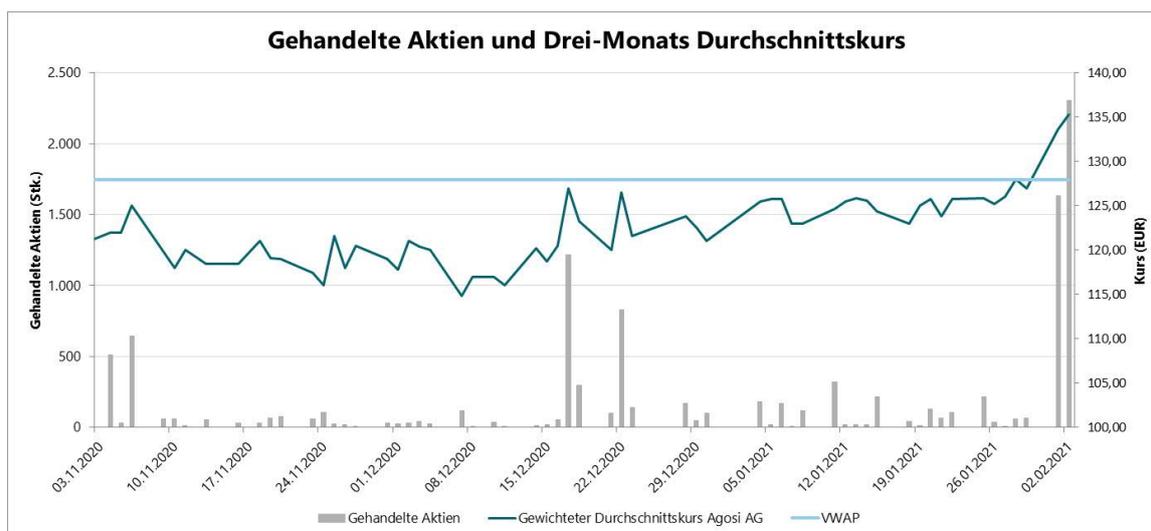
**EUR 127,91**

Zu Vergleichszwecken haben wir ebenfalls den umsatzgewichteten Börsenkurs anhand der Kursdaten von Bloomberg zum 2. Februar 2021 ermittelt. Der sich hierbei ergebende Wert deckt sich mit den Berechnungen der Bewertungsgutachterin.

Darüber hinaus haben wir den umsatzgewichteten Börsenkurs anhand der Kursdaten von Bloomberg zum 1. Februar 2021 ermittelt. Dieser beläuft sich auf EUR 125,90.

Der sich aus der Dreimonatsdurchschnittsbetrachtung damit ergebende Wert liegt mit EUR 127,91 je Aktie über dem ertragswertbasierten Unternehmenswert der Agosi AG von EUR 73,32 je Aktie.

Die folgende Übersicht zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen der Agosi AG-Aktie im Dreimonatszeitraum bis vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs (2. Februar 2021). Außerdem wird der Dreimonats-Durchschnittskurs zum 2. Februar 2021 in Höhe von EUR 127,91 dargestellt.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Längerer Zeitraum und Hochrechnung des Börsenkurses

Eine „Hochrechnung“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag ist nach der Rechtsprechung des BGH vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt (BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09).

Der BGH war in der Stollwerck Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten - d. h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH - noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen (vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223).

In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate - auch in normalen Zeiten - regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden (OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12). Insofern liegen bislang nur vereinzelt Entscheidungen vor, in denen eine abfindungsrelevante Hochrechnung des Börsenkurses vorgenommen wurde. Eine einheitliche Rechtsprechung zum Vorliegen eines „längeren Zeitraums“ sowie zur Hochrechnungsmethodik ist bislang nicht ersichtlich (vgl. ausführlich zum „längeren Zeitraum“ und zu alternativen Hochrechnungsmethoden Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222 ff.). Das OLG Frankfurt a.M. (27. August 2020, 21 W 59/19) hat eine Hochrechnung grundsätzlich bei einem Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen angenommen. Gleichwohl hat das OLG Frankfurt a.M. eine Hochrechnung abgelehnt, wenn ein Zusammenhang zwischen dem Kurs der Gesellschaft und den Kursen vergleichbarer Unternehmen zu verneinen ist, weil sich der Kurs der Gesellschaft von den Kursen vergleichbarer Unternehmen bereits vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abgekoppelt hat (Bungert/Becker, DB 2021, S. 940).

Zwischen der oben genannten Veröffentlichung der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out vorzunehmen, hier der 2. Februar 2021, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 28. Juli 2021 werden weniger als sechs Monate liegen. Da es sich somit nicht um einen längeren Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung handelt, war eine Hochrechnung nicht erforderlich. Wir halten die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

### **5.7. Vergleichsorientierte Bewertung**

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Multiplikatorverfahren folgen ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

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

Wir haben die von Deloitte erstellte vergleichsorientierte Bewertung auf der Grundlage von Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg nachvollzogen. Unsere Analyse ergibt keine Hinweise darauf, dass der fundamentale, nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert zu gering bemessen ist.

### 5.8. Sensitivitäten

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken der außenstehenden Aktionäre sowie des uns bestellenden Landgerichts dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine angemessene Abfindung darstellen und somit in Widerspruch zu unserem Prüfungsurteil stehen.

In der folgenden Übersicht haben wir den Basiszinssatz in einer Bandbreite von - 0,2 % bis 0,8 % sowie den Wachstumsabschlag in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % variiert.

#### Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie in EUR		Basiszinssatz				
		-0,20%	0,05%	0,30%	0,55%	0,80%
Wachstumsabschlag	0,50%	76,50	72,57	69,68	67,00	64,50
	0,75%	78,65	74,44	71,36	68,51	65,86
	1,00%	81,01	76,49	73,32	70,15	67,34
	1,25%	83,64	78,75	75,21	71,95	68,95
	1,50%	86,57	81,26	77,43	73,93	70,72

### 5.9. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts, der uns erteilten Auskünfte, der Besprechungen mit dem Vorstand der Agosi AG, der Besprechungen mit Vertretern der beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und den sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der Agosi AG keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG aufgetreten sind.

## 6. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung und Ausgleichszahlung

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den außenstehenden Aktionären der Agosi Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt AG, Pforzheim, infolge des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs mit der Umicore International AG, Pforzheim, gemäß §§ 327a ff. AktG i. V. m § 62 Abs. 5 UmwG gewährt wird, in Höhe von EUR 127,91 je auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien angemessen.“

Köln, 14. Juni 2021



Ebner Stolz GmbH & Co. KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

# Anlagen



## Landgericht Mannheim

### Beschluss

In dem Rechtsstreit

**Umicore International GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, Postfach 1351, 63403 Hanau  
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB**, Bockenheimer Anlage 44, 60322 Frankfurt, Gz.: 107960-0008 KAJ

wegen Antrag auf Auswahl und Bestellung eines sachverständigen Prüfers

hat das Landgericht Mannheim - 4. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Gauch am 10.03.2021 beschlossen:

1. Zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung, die die Antragstellerin als künftige Hauptaktionärin der Gold- und Silberscheideanstalt AG mit Sitz in Pforzheim (Amtsgericht Mannheim, HRB 709115) deren Minderheitsaktionären für den Erwerb der Aktien aufgrund der beabsichtigten Konzernverschmelzung mit Ausschluss der Minderheitsaktionäre auf die Antragstellerin anzubieten hat, und zum Verschmelzungsprüfer wird bestellt:  
**Herr Wirtschaftsprüfer und Steuerberater Jörg Neis, Ebner Stolz GmbH & Co.KG, Kronenstr.30, 70174 Stuttgart**
2. Der Geschäftswert wird auf 60.000,-- € festgesetzt.

## Gründe:

Der Antrag vom 15.02.2021 ist zulässig und begründet.

Die Zuständigkeit des Landgerichts Mannheim -Kammer für Handelssachen- ergibt sich aus §§ 327c Abs.2, S.4 AktG, 10 Abs.2 UmwG i.V.m. § 13 Abs.2 Nr. 10 ZuVoJu Baden-Württemberg.

Die Muttergesellschaft der Antragstellerin, die Umicore International Société Anonyme, ist ausweislich der Depotbestätigung zum 12.02.2021 (Anlage 1) mit 4.366.390 Stückaktien, damit 91,21% des Grundkapitals, Hauptaktionärin gemäß § 327a Abs.1 S.1 AktG der Gold- und Silberscheideanstalt AG mit Sitz in Pforzheim (Amtsgericht Mannheim, HRB 500092). Die Muttergesellschaft beabsichtigt die Übertragung ihres Aktienbesitzes an die Antragstellerin, die den Formwechsel in eine AG beabsichtigt. Danach ist die Verschmelzung der Gold- und Silberscheideanstalt auf die Antragstellerin beabsichtigt, die mit Schreiben vom 02.02.2021 (Anlage 2) dieser angezeigt wurde. Die Gold- und Silberscheideanstalt hat sich dem Antrag auf Bestellung eines Vertragsprüfers angeschlossen (Anlage 6).

Auf Antrag der Antragstellerin ist gemäß §§ 327c Abs.2, S.2, 3 AktG, 62 UmwG ein sachverständiger Prüfer zu bestellen, der die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären der Gold- und Silberscheideanstalt für die Übertragung der Aktien an die Antragstellerin anzubietenden Barabfindung prüft.

Auf Antrag der Antragstellerin und der Gesellschaft ist ein gemeinsamer Vertragsprüfer für den beabsichtigten Verschmelzungsvertrag gemäß §§ 60, 9 Abs.1, 10 Abs.1 UmwG zu bestellen.

Der Geschäftsführer der Antragstellerin hat den Antrag gestellt und seine Alleinvertretungsbefugnis durch den Gesellschafterbeschluss vom 25.01.2021, durch den er mit Wirkung zum 01.02.2021 zum Alleingeschäftsführer der Antragstellerin bestellt wurde, und durch Vorlage eines Handelsregistrauszugs vom 03.03.2021 nachgewiesen.

Das Gericht hat Herrn Wirtschaftsprüfer Neis ausgewählt und bestellt.

Der bestellte Prüfer und die Ebner Stolz GmbH & Co.KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft haben mit Erklärung vom 12.02.2021 versichert, dass die erforderliche Qualifikation für die Übernahme der Sachverständigenaufgabe besteht und keine Hinderungs- oder Ausschlussgründe nach § 327c Abs.2, 293d AktG, §§ 319, 319a, 319b, 320 HGB bestehen.

Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 67 Abs.1 Nr. 1 GNotGK.

Gauch  
Vorsitzende Richterin am Landgericht



## Landgericht Mannheim

### Beschluss

In dem Rechtsstreit

**Umicore International GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, Postfach 1351, 63403 Hanau  
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB**, Bockenheimer Anlage 44, 60322 Frankfurt, Gz.: 107960-0008 KAJ

wegen Antrag auf Auswahl und Bestellung eines sachverständigen Prüfers

hat das Landgericht Mannheim - 4. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Gauch am 19.03.2021 beschlossen:

Der Beschluss vom 10.03.2021 wird in Ziffer 1 dahingehend berichtigt, dass zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung, die die Antragstellerin als künftige Hauptaktionärin der Gold- und Silberscheideanstalt AG mit Sitz in Pforzheim (Amtsgericht Mannheim, HRB 709115) deren Minderheitsaktionären für den Erwerb der Aktien aufgrund der beabsichtigten Konzernverschmelzung mit Ausschluss der Minderheitsaktionäre auf die Antragstellerin anzubieten hat, und zum Verschmelzungsprüfer wird bestellt:

**Ebner Stolz GmbH & Co.KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, verantwortlicher Partner Herr Wirtschaftsprüfer und Steuerberater Jörg Neis.**

Gauch  
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Planungsrechnung Projekt Samos

	Phase I									
	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30
	TEUR									
Umsatzerlöse	714	3.793	7.976	12.381	17.252	19.553	21.662	23.438	24.748	25.480
Herstellungskosten der Umsatzerlöse	75	455	3.260	3.655	6.066					
<b>Rohertag</b>	639	3.338	4.716	8.726	11.186					
Personalkosten	0	180	270	1.260	1.490					
Sonstige Kosten	1.021	1.878	1.790	0	0					
<b>EBITDA</b>	-383	1.281	2.656	7.466	9.696					
Abschreibungen	419	424	1.587	1.779	2.099					
<b>EBIT</b>	-802	857	1.068	5.687	7.597	7.860	7.885	7.641	7.127	6.370
<b>Wachstum</b>										
Umsatzerlöse	>100%	>100%	>100%	55,2%	39,3%	13,3%	10,8%	8,2%	5,6%	3,0%
EBIT	-29,4%	-206,8%	24,7%	>100%	33,6%	3,5%	0,3%	-3,1%	-6,7%	-10,6%
<b>in % der Umsatzerlöse</b>										
Herstellungskosten der Umsatzerlöse	10,6%	12,0%	40,9%	29,5%	35,2%					
Rohertag	89,4%	88,0%	59,1%	70,5%	64,8%					
Personalkosten	0,0%	4,7%	3,4%	10,2%	8,6%					
<b>EBITDA</b>	-53,6%	33,8%	33,3%	60,3%	56,2%					
<b>EBIT</b>	-112,3%	22,6%	13,4%	45,9%	44,0%	40,2%	36,4%	32,6%	28,8%	25,0%

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

DokID: 392043 UO868850

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

#### 1. Geltungsbereich

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

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

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

#### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

#### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

#### 7. Mängelbeseitigung

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

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

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

#### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

#### 9. Haftung

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

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

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

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

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

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

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

## 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 12. Elektronische Kommunikation

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

## 13. Vergütung

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

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

## 14. Streitschlichtungen

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

## 15. Anzuwendendes Recht

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

