EBNER STOLZ

Gutachtliche Stellungnahme

über die Ermittlung des Unternehmenswerts

zum 13. Juli 2023

SLM Solutions Group AG

Lübeck

EBNER STOLZ

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart

Abkürzung	Bezeichnung
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EUR	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb
FC	Forecast
Fraunhofer IGCV	Fraunhofer-Institut für Gießerei-, Composite- und Verarbeitungstechnik
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IMF	International Monetary Fund
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum (pro Jahr)
PBF	Powder Bed Fusion
SolZ	Solidaritätszuschlag
SLM AG	SLM Solutions Group AG, Lübeck
WPg	Die Wirtschaftsprüfung

Abkürzung	Bezeichnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

EBNER STOLZ

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	6
2. Beschreibung des Bewertungsobjekts	9
2.1. Rechtliche Grundlagen	9
2.2. Wirtschaftliche Grundlagen	11
a) Geschäftstätigkeit der SLM-Gruppe	11
b) Marktumfeld	14
c) Wettbewerbssituation	29
3. Grundsätzliches zum Unternehmenswert	38
3.1. Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswerts	38
3.2. Bewertungsgrundsätze	39
a) Allgemeines	39
b) Ertragswert	39
c) Liquidations- und Substanzwert	44
d) Börsenkurs	45
e) Vergleichsorientierte Bewertung	46
f) Vorerwerbe durch die Nikon AM. AG	47
3.3. Bewertungsstichtag	48
4. Erläuterung zum Ergebnis der Bewertung	50
4.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	50
a) Allgemeines	50
b) Vermögenslage	51
c) Ertragslage	58
4.2. Planungsrechnungen	66
a) Beschreibung des Planungsprozesses	66
b) Plan-Ist-Vergleich	67
c) Planungsrechnung der SLM-Gruppe	70
d) Übergangsphase und nachhaltiges Ergebnis	77

e) Erfolgsrechnung 79
f) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen 81
4.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes 86
a) Basiszinssatz 86
b) Risikozuschlag 89
c) Wachstumsabschlag 106
d) Ableitung der Kapitalisierungszinssätze 114
4.4. Bewertung der SLM AG 115
a) Ermittlung des Ertragswerts 115
b) Kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen 117
c) Unternehmenswert 117
4.5. Vergleichsorientierte Bewertung 118
4.6. Börsenkurs 122
4.7. Sensitivitätsrechnung 126

5. Ergebnis 129

Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von ± einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Von der

Nikon AM. AG, Berlin (künftig Lübeck)
(im Folgenden auch Nikon AM. AG),

als Hauptaktionärin der SLM Solutions Group AG wurden wir beauftragt, den Unternehmenswert der

SLM Solutions Group AG, Lübeck
(im Folgenden auch SLM AG oder Gesellschaft),

zum 13. Juli 2023 zur Ableitung einer angemessenen Barabfindung im Rahmen der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Nikon AM. AG im Zusammenhang mit einer Verschmelzung der SLM AG auf die Nikon AM. AG (sog. verschmelzungsrechtlicher Squeeze Out) zu ermitteln. Die Arbeiten haben wir mit Unterbrechungen in der Zeit vom 13. Februar 2023 bis 30. Mai 2023 zum Teil in den Räumen der SLM AG, Lübeck, im Übrigen in unseren Geschäftsräumen durchgeführt.

Der Auftragsdurchführung liegen die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) in der Fassung vom 2. April 2008 zugrunde. Den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion" haben wir beachtet. Auftragsgemäß ermitteln wir in der Funktion des neutralen Gutachters einen objektivierten Wert für die Gesellschaft.

Wir weisen darauf hin, dass der Vorstand der SLM AG für die Aufstellung und die Darlegung der Planungsrechnung sowie die der Planungsrechnung zugrunde liegenden Prämissen verantwortlich zeichnet. Wir können und werden keine Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie für das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit übernehmen. Wir weisen darauf hin, dass in der Zukunft liegende Ereignisse häufig nicht wie erwartet eintreten und erhebliche Planabweichungen eintreten können. Unsere Haftung und Verantwortung sind insoweit auf die bei kritischer Würdigung und Beurteilung anzuwendende berufsübliche Sorgfalt beschränkt. Unsere

Untersuchungen unterscheiden sich sowohl in ihrem Umfang als auch in ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir kein Testat und keine andere Form der Bescheinigung und machen keine Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder des internen Kontrollsystems der SLM AG und deren Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Die Übereinstimmung der (Konzern-)Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte mit den jeweiligen gesetzlichen Vorschriften ist von der bestellten Abschlussprüferin KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestätigt worden.

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

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und der voraussichtlichen Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der SLM AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär am 13. Juli 2023 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung des Unternehmens ergeben, sind diese bei der Bewertung noch zu berücksichtigen.

Auskünfte haben uns seitens der SLM AG der Vorstand sowie die von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt.

Die berufsüblichen Vollständigkeitserklärungen – in welchen der Vorstand der Nikon AM. AG sowie der Vorstand der SLM AG versichern, dass uns sämtliche Informationen, die für die vorliegende Unternehmensbewertung von Bedeutung sind, richtig und vollständig zur Verfügung gestellt worden sind – haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend.

Diese gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unserer Auftraggeberin im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der Erstattung des Übertragungsberichtes gemäß § 327c Abs. 2 AktG und darf nicht für andere Zwecke verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheidet, oder Gerichtsverfahren, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

Auftragsunterlagen

Zur Durchführung unserer Bewertung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Berichte von KPMG über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der SLM Solutions Group AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022,
- Berichte von KPMG über die Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht der SLM Solutions Group AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022,
- Geschäftsberichte der SLM Solutions Group AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022,
- Planungsrechnung der SLM Solutions Group AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2027 sowie zugrunde liegende Planannahmen,
- interne Controllingauswertungen der SLM Solutions Group AG,
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der SLM Solutions Group AG im Zeitraum vom 18. Januar 2021 bis zum 16. März 2023,
- Satzung der SLM Solutions Group AG,
- Handelsregisterauszug der SLM Solutions Group AG,
- verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Beschreibung des Bewertungsobjekts

2.1. Rechtliche Grundlagen

Die SLM AG ist unter der Nummer HRB 13827 HL im Handelsregister beim Amtsgericht Lübeck eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Gesellschaft belief sich zum 31. Dezember 2022 auf EUR 25.744.680,00 und war in 25.744.680 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Durch Ausgabe neuer Aktien infolge Wandlung von durch die Gesellschaft begebener Wandelschulverschreibungen erhöhte sich das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 3. April 2023 auf EUR 31.107.819,00, eingeteilt in 31.107.819 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie, und besteht weiterhin unverändert in dieser Höhe. Dies entspricht auch dem Grundkapital und der Aktienzahl zum Bewertungsstichtag. Die Nikon AM. AG hält nach eigenen Angaben (bestätigt durch Bescheinigungen ihrer Depotbank) seit dem 10. Februar 2023 unverändert mehr als 90 % der Aktien der SLM AG.

Von den insgesamt 31.107.819 Aktien der Gesellschaft sind 25.744.680 Aktien unter der ISIN DE000A111338 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Darüber hinaus sind 2.316.282 SLM-Aktien, die erst ab dem 1. Januar 2023 gewinnberechtigt sind, unter ISIN DE000A30VLG2 zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Diese börsenzugelassenen SLM-Aktien können ferner im elektronischen Handelssystem XETRA der Deutschen Börse AG sowie in Gettex, dem elektronischen Handelssystem der Börse München und Quotrix, dem elektronischen Handelssystem der Börse Düsseldorf gehandelt werden. Darüber hinaus fand ein Handel im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie im Tradegate Exchange und LS Exchange statt. Daneben bestehen 3.046.857 SLM-Aktien, die ab dem 1. Januar 2023 gewinnberechtigt sind, die ISIN DE000A289BJ8 tragen und ausschließlich von der Nikon AM. AG gehalten werden, die nicht zum Börsenhandel zugelassen sind.

Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit verschiedene Wandelschuldverschreibungen emittiert. Im Nachgang zur Übernahme der Gesellschaft durch die Nikon AM. AG wurden in der Zwischenzeit alle Wandelschuldverschreibungen zurückgezahlt, so dass am Bewertungsstichtag keine Wandelschuldverschreibungen mehr bestehen.

Mit Beschluss der Hauptversammlung wurde der Vorstand ermächtigt, das Grundkapital bis zum 16. Mai 2027 mit Zustimmung des Aufsichtsrats um bis zu EUR 11.350.862,00 durch einmalige oder mehrmalige Ausgabe von insgesamt bis 11.350.862 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von je EUR 1,00 gegen Bareinlage und/oder gegen Sacheinlage zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2022). Von dieser Ermächtigung hat der Vorstand am 2. September 2022, mit Zustimmung des Aufsichtsrats der Gesellschaft vom gleichen Tag, teilweise Gebrauch gemacht und beschlossen, das Grundkapital der Gesellschaft unter teilweiser Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2022 von EUR 22.701.725,00 um EUR 2.270.172,00 durch Ausgabe von 2.270.172 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals von jeweils EUR 1,00 und Gewinnanteilsberechtigung ab 1. Januar 2022 (die „Neuen Aktien") auf EUR 24.971.897,00 zu erhöhen (die „Kapitalerhöhung 2022") und das Bezugsrecht der Aktionäre auf die Neuen Aktien auszuschließen. Die Kapitalerhöhung 2022 wurde mit Eintragung ihrer Durchführung am 9. September 2022 in das Handelsregister wirksam. Das Genehmigte Kapital 2022 beträgt seitdem noch EUR 9.080.690.

Darüber hinaus ist das Grundkapital der Gesellschaft gemäß § 4 Absatz 6 der Satzung um bis zu EUR 8.416.704,00 durch Ausgabe von bis zu 8.416.704 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2014/2018/2020). Durch Ausgabe von 5.363.139 Neuen Aktien infolge teilweiser Wandlung von der Gesellschaft begebener Wandelschuldverschreibungen reduzierte sich das Bedingte Kapital 2014/2018/2020 bis zum 3. April 2023 und beträgt seitdem unverändert nur noch EUR 3.053.565,00. Nach Angaben der Gesellschaft soll die Fassung von § 4 Abs. 6 der Satzung aufgrund eines Beschlusses des Aufsichtsrats der Gesellschaft zeitnah entsprechend angepasst werden.

Gegenstand der Unternehmensbewertung ist die SLM AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen.

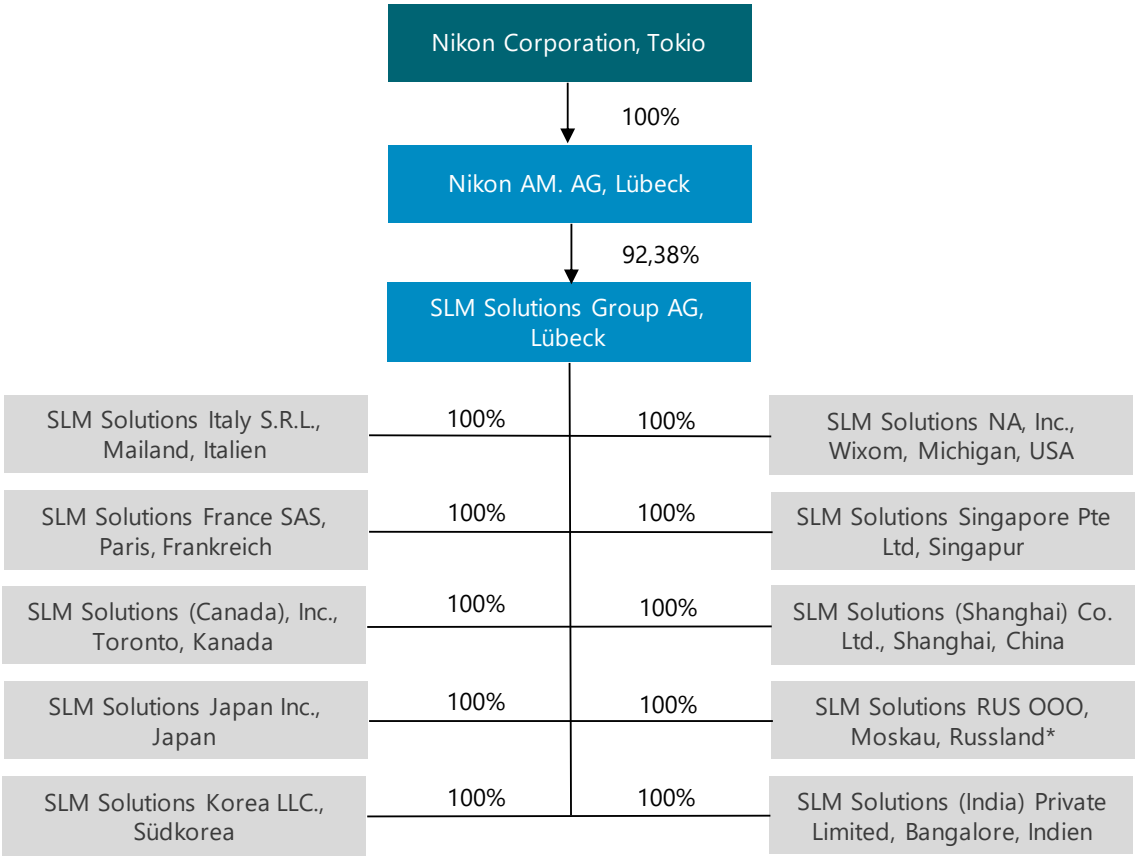
Wir bezeichnen daher im weiteren Verlauf die SLM AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „SLM-Gruppe" oder „SLM-Konzern".

2.2. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftstätigkeit der SLM-Gruppe

Die Geschäftstätigkeit des international agierenden SLM-Konzerns erstreckt sich grundsätzlich auf den Bereich der metallbasierten additiven Fertigungstechnologie und umfasst im Wesentlichen die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Anlagen, Mustern und Kleinserien für die additive Fertigung und den Prototypenbau sowie zugehörige Verbrauchsmaterialien und die Erbringung von damit im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen.

Die Struktur des SLM-Konzerns ist unter Berücksichtigung der wesentlichen Gesellschaften nachfolgend vereinfacht dargestellt:



*Die Tochtergesellschaft in Russland hat die Geschäftstätigkeit eingestellt und wurde 2023 liquidiert.
Quelle: SLM AG, eigene Darstellung.

Die SLM AG ist eine Tochtergesellschaft der Nikon AM. AG, die an der SLM AG zu mehr als 90 % beteiligt ist. Die restlichen Aktien der SLM AG befinden sich im Streubesitz. Bei der Nikon AM. AG handelt es sich um eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der Nikon Corporation, Tokio, Japan.

Die SLM AG verfügt derzeit über neun 100-prozentige Tochtergesellschaften. Die russische Tochtergesellschaft, SLM Solutions RUS OOO, wurde im Jahr 2023 liquidiert.

Die SLM AG fungiert als einzige Produktionsgesellschaft der SLM-Gruppe und ist für einen Großteil der operativen und administrativen Aufgaben, die Produktentwicklung innerhalb der Gruppe sowie die Koordination der weltweiten Vertriebsaktivitäten verantwortlich. Die Tochtergesellschaften mit Sitz in den USA, Singapore, China, Indien, Italien, Frankreich, Kanada, Japan und Südkorea fördern die lokalen Vertriebsaktivitäten in den ihnen zugeordneten Regionen.

Die SLM-Gruppe ist ein Anbieter von metallbasierter additiver Fertigungstechnologie („3D-Drucktechnologie"). Die Produktpalette umfasst derzeit sechs Systeme bzw. Anlagen: SLM®125, SLM®280, SLM®500, SLM®800 sowie NXG XII 600 und NXG XII 600 E. Die Systeme unterscheiden sich in erster Linie in der Größe der Baukammer sowie in der Anzahl der Laser, die eingebaut werden können. Die angebotenen Systeme ermöglichen eine direkte Fertigung komplexer Metallbauteile aus Ausgangswerkstoffen wie Titan, Aluminium, Kobalt-Chrom, Werkzeug- oder Edelstahl- sowie Superlegierungen. Dabei bedienen sich die Systeme der Technologie des selektiven Laserschmelzens, bei der ein 3D-Computermodell des zu fertigenden Objekts den Ausgangspunkt für den additiven Herstellungsprozess bildet. Durch die Anwendung eines oder mehrerer Laserstrahlen wird das Objekt in einem Metallpulverbett schichtweise geschmolzen.

Die NXG XII 600 ist eine neue, mit zwölf Lasen ausgestattet Anlage. Sie verfügt über einen deutlich größeren Bauraum im Vergleich zur SLM®800 und stellt die größte Anlage des SLM-Produktportfolios dar. Die NXG XII 600 ist das erste System, das grundsätzlich eine Großserienproduktion mit der Technologie der additiven Metallfertigung ermöglicht.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft im Jahr 2021 ihre Free-Float-Technologie auf den Markt gebracht. Free-Float ist eine Software, die es ermöglicht, Bauteile mit signifikant weniger Stützstrukturen zu drucken. Stützstrukturen stellen seit den 1990er Jahren einen wichtigen Bestandteil des 3D-Drucks dar. Stützstrukturen stützen nicht nur überstehende Strukturen, sondern spielen darüber hinaus eine wichtige Rolle beim Kühlprozess, indem sie überschüssige Wärme absorbieren und von den Bauteilen ableiten.

Das Geschäft der SLM AG gliedert sich in die operativen Segmente Maschinen und After Sales.

Das Segment **Maschinen** umfasst die Entwicklung und Produktion sowie den Vertrieb und die Vermarktung von Maschinen und Peripheriegeräten für das selektive Laserschmelzen. Die Vermarktung erfolgt sowohl über den Direktvertrieb als auch über lokale Vertreter oder Händler in Ländern ohne eigene Vertriebsorganisation. Das Segment Maschinen stellt aktuell den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit dar.

Das Segment **After Sales** umfasst die Erbringung von maschinennahen Dienstleistungen, den Vertrieb von Zubehör, Ersatzteilen und Verbrauchsmaterialien sowie maschinenfremde Dienstleistungen.

Die Kunden der SLM-Gruppe stammen aus verschiedenen Industriebereichen wie dem Automobil-, Werkzeug- und Maschinenbau, der Luft- und Raumfahrttechnik, dem Energiesektor sowie der Medizintechnik. Die Kunden lassen sich in Auftragsfertiger und Endkunden unterscheiden.

Zielmärkte sind neben Europa die Regionen Nordamerika und Asien-Pazifik.

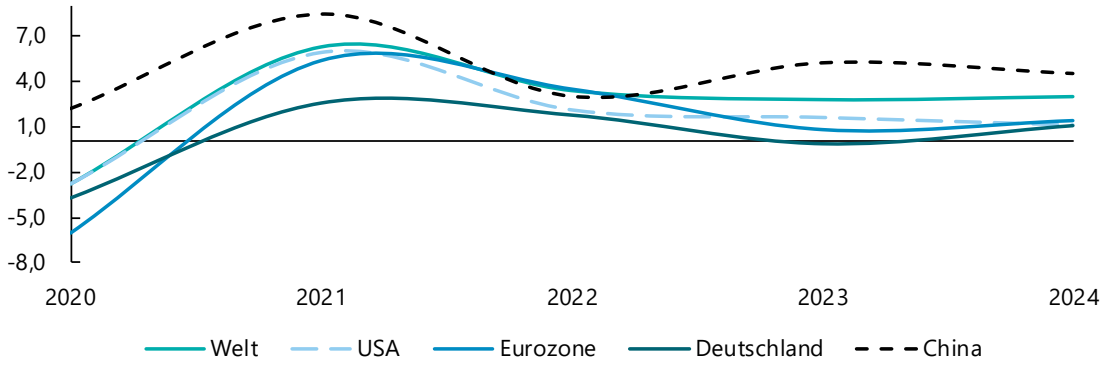
Zum 31. Dezember 2022 hat die SLM-Gruppe 537 (im Vorjahr: 488) Vollzeitäquivalente beschäftigt, wovon fast ein Viertel in der Forschung und Entwicklung tätig sind.

b) Marktumfeld

Makroökonomisches Umfeld

In der folgenden Übersicht werden die jüngsten Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IMF) (vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2023, S. 142 f.) für das weltweite Wirtschaftswachstum sowie das Wachstum des **realen Bruttoinlandsprodukts** (BIP) für ausgewählte Länder und die Eurozone abgebildet.

BIP-Wachstum (Änderung zum Vorjahr in %)



Quelle: Ebner Stolz Analyse; IMF, April 2023, S. 142 f.

Der Internationale Währungsfonds (IMF, World Economic Outlook, April 2023) prognostiziert im April 2023 für das Jahr 2023 ein Wachstum der **Weltwirtschaft** in Höhe von 2,8 %, bevor das Wachstum sich im Jahr 2024 bei rund 3,0 % einpendeln soll. Dies stellt abgesehen von der globalen Finanzkrise und der akuten Phase der Corona-Pandemie das schwächste Wachstumsprofil seit 2001 dar. Die Prognose liegt 0,1 Prozentpunkte unterhalb der Prognose aus dem Januar 2023 und spiegelt die Straffung der Geldpolitik zur Bekämpfung der hohen Inflationsraten in vielen Ländern, die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und anhaltende Störungen durch den Krieg in der Ukraine wider. In den entwickelten Volkswirtschaften wird ein besonders starker Wachstumsrückgang von 2,7 % im Jahr 2022 auf 1,3 % im Jahr 2023 prognostiziert. Die Anzeichen, die Anfang 2023 auf eine Erholung der Weltwirtschaft – mit sinkender Inflation und stabilem Wachstum – hindeuteten, haben sich angesichts der andauernd hohen Inflation und der jüngsten Turbulenzen im Finanzsektor verflüchtigt. Obwohl die Inflation aufgrund der

Erhöhung der Zinssätze durch die Zentralbanken leicht zurückgegangen ist und die Lebensmittel- und Energiepreise leicht gesunken sind, erweist sich der zugrunde liegende Preisdruck als persistent. Zudem sind die Arbeitsmärkte in einer Reihe von Volkswirtschaften angespannt. Im Zusammenhang mit der raschen Anhebung der Leitzinsen ist die Anfälligkeit des Bankensektors in den Fokus gerückt und die Angst vor einer Ansteckung im gesamten Finanzsektor, einschließlich der Nichtbanken, gestiegen (vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2023, S. 18 ff.).

Parallel dazu scheinen sich die anderen Faktoren, die die Weltwirtschaft im Jahr 2022 geprägt haben, auch in diesem Jahr fortzusetzen, allerdings mit veränderter Intensität. Die Verschuldung ist nach wie vor hoch und schränkt die Möglichkeiten der Finanzpolitik ein, auf neue Herausforderungen zu reagieren. Der Anstieg der Rohstoffpreise infolge des Ukraine-Kriegs hat sich zwar abgeschwächt, jedoch dauert der Krieg an, und die geopolitischen Spannungen sind weiterhin hoch. Ferner führten infektiöse COVID-19-Stämme im letzten Jahr zu weiteren Corona-Ausbrüchen. Die am stärksten betroffenen Volkswirtschaften – vor allem China – scheinen sich zu erholen, so dass sich die Gefahr der Unterbrechung der Versorgungskette verringert. Für China wird im Jahr 2023 ein Wachstum von 5,2 % erwartet. (vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2023, S. 18 ff., S. 29)

Die USA und die Eurozone durchlaufen eine Phase ausgeprägter konjunktureller Schwäche. Es wird davon ausgegangen, dass die Kombination aus verlangsamtem Wachstum, sich verschärfenden finanziellen Bedingungen und hoher Verschuldung zu rückläufigen Investitionen und zunehmenden Unternehmensinsolvenzen führt (vgl. Weltbank, Global Economic Prospects, Januar 2023, S. 3-7).

In der **Eurozone** haben sich die wirtschaftlichen Aktivitäten im zweiten Halbjahr 2022, als Ergebnis stark steigender Energiepreise, auch daraus resultierender hoher Inflation und erschwerter Finanzierungskonditionen, wesentlich verringert. Aufgrund der Erwartung anhaltender Störungen in der Energieversorgung und anhaltender Straffung der Geldpolitik wird für das Jahr 2023 ein Wachstum von 0,8 % erwartet; danach soll es wieder zu einer Stabilisierung aufgrund sinkender Energiepreise und Inflationsraten kommen. Für die USA wird im Jahr 2023 lediglich ein Wachstum von 1,6 % prognostiziert. Auch für das Jahr 2024 wird für die USA und die Eurozone ein sehr moderates BIP-Wachstum erwartet (vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2023, S.142 f.; Weltbank, Global Economic Prospects, Januar 2023, S. 3-10).

In der folgenden Übersicht werden aktuelle Inflationsprognosen von Bankanalysten für ausgewählte Länder sowie die Eurozone dargestellt:

Mittelwert der Inflationsschätzungen	2023	2024	2025
	%	%	%
USA	4,3	2,7	2,4
Eurozone	5,7	2,7	2,0
Deutschland	6,4	2,9	2,0
China	1,7	2,3	2,1

Quelle: Bloomberg, eigene Analysen.

Die restriktivere Geldpolitik führt für die Eurozone und die USA zu rückläufigen Inflationserwartungen. Für die Eurozone, Deutschland sowie die USA werden für das Jahr 2023 Inflationsraten auf einem weiterhin noch relativ hohen Niveau von 5,7 %, 6,4 % bzw. 4,3 % erwartet. Für China wird für das Jahr 2023 eine Inflationsrate von rund 1,7 % erwartet.

Die Inflationsraten in Deutschland, der Eurozone und den USA sollen bis 2025 auf wieder moderatere Raten zwischen 2,0 % und 2,4 % zurückgehen; für China wird ein moderater Anstieg erwartet.

Markt für additive Fertigung

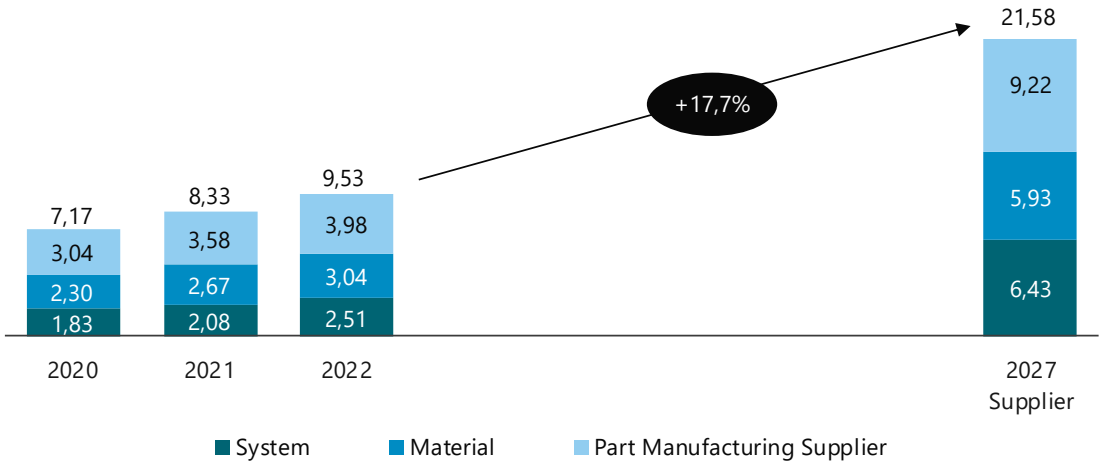
Der Gesamtmarkt der industriellen additiven Fertigung lässt sich in den Markt für **metallbasierte** und den Markt für **polymerbasierte additive Fertigung** unterteilen. Die additive Fertigung unterscheidet sich von der subtraktiven Produktionsmethode, bei der nicht benötigtes Material aus einem Materialblock herausgeschnitten wird. Bei der additiven Fertigung wird hingegen Material schichtweise hinzugefügt, um ein Objekt anhand eines 3D-Modells mittels 3D-Drucker und der zugehörigen Software zu formen.

Die additiven Fertigungsverfahren haben ihren Ursprung in der Kunststoffverarbeitung. Die kunststoffverarbeitenden Verfahren der additiven Fertigung haben derzeit (bereits) einen Reifegrad erreicht, der die Serienfertigung von Hochleistungspolymeren in Branchen wie der Medizintechnik oder der Luftfahrt ermöglicht (vgl. Fraunhofer-Institut für Gießerei-, Composite- und Verarbeitungstechnik (Fraunhofer IGCV, „Polymerbasierte Additive Fertigung").

Die additive Fertigung von Metallteilen erfolgt direkt oder indirekt. Bei der direkten Herstellung entsteht das Produkt mit vollwertigen Eigenschaften direkt durch den additiven Aufbau. Bei der indirekten additiven Fertigung wird mittels 3D-Druck ein Grünling erzeugt, der dann entbindert und anschließend gesintert wird (vgl. Fraunhofer IGCV, „Metallbasierte Additive Fertigung").

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Gesamtmarkts für **metall- und polymerbasierte** additive Fertigung unterteilt in die Segmente System, Material und Part Manufacturing Supplier von 2020 bis 2022 sowie den Supplier Forecast 2027 des Marktforschungs- und Beratungshauses AMPOWER:

Entwicklung des Markts für metall- und polymerbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2020 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 18.

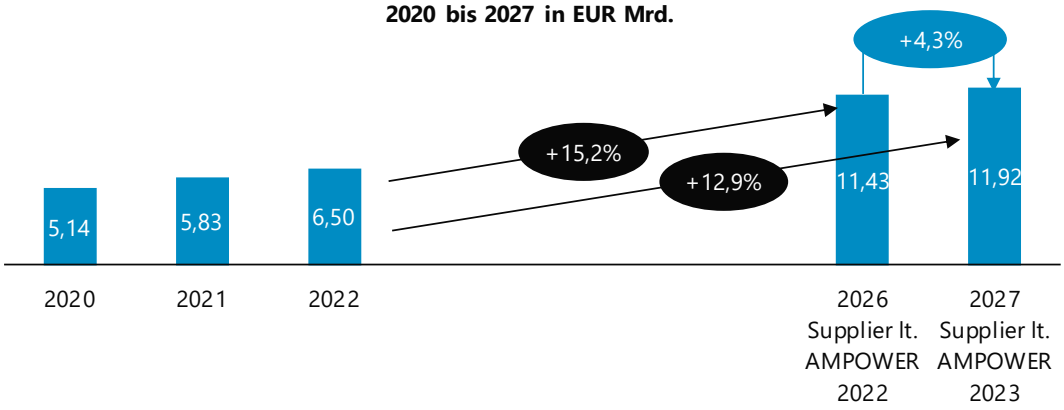
Die Studie von AMPOWER unterteilt Marktteilnehmer in Zulieferer und Abnehmer. Die Gruppe der Zulieferer wird wiederum in drei Gruppen, System, Material und Part Manufacturing Supplier, unterteilt. Die Gruppe der „Part Manufacturing Supplier" (Zulieferer für die Teilefertigung) umfasst Unternehmen, die für eine Reihe von Kunden Produktionsdienstleistungen im Bereich additive Fertigung erbringen. Der Bereich „System" (Systemanbieter) umfasst den Verkauf von Maschinen und Dienstleistungen wie Wartungsdienstleistungen und Anwendungsentwicklungen. Die Kategorie „Material" (Materiallieferanten) umfasst das verkaufte Rohmaterial. Die Gruppe der Abnehmer umfasst Anwender der additiven Fertigungstechnologie, die Maschinen und Rohmaterial

kaufen bzw. Zulieferdienste im Bereich Teileherstellung in Anspruch nehmen, um Waren für ihre Kunden zu produzieren und zu liefern.

Im Jahr 2022 wird der globale Markt für additive Metall- und Polymerfertigung auf rund EUR 9,53 Mrd. geschätzt, wobei der Teilmarkt für additive Polymerfertigung rund 70 % des gesamten Marktvolumens ausmacht. Obwohl die Systemumsätze für beide Verfahren ungefähr gleich hoch sind, ist der Umsatz, der im Bereich Produktionsdienstleistungen und Material erzielt wird, aufgrund des weiter entwickelten Markts für Anwendungen im Bereich der additiven Polymerfertigung deutlich höher (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 18). Für den Gesamtmarkt für additive Metall- und Polymerfertigung wird ausgehend von dem Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 17,7 % erwartet.

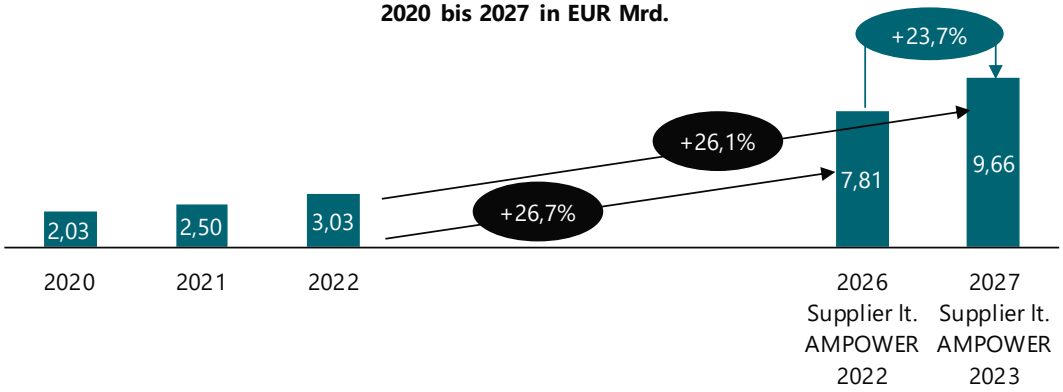
Die nachfolgenden Darstellungen zeigen die Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung bzw. des Markts für polymerbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2020 bis 2022 sowie jeweils den Supplier Forecast für das Jahr 2026 laut dem AMPOWER Report 2022 und das Jahr 2027 laut dem AMPOWER Report 2023:

Entwicklung des Markts für polymerbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2020 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 64; AMPOWER Report 2022, S. 65.

Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2020 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 24; AMPOWER Report 2022, S. 23.

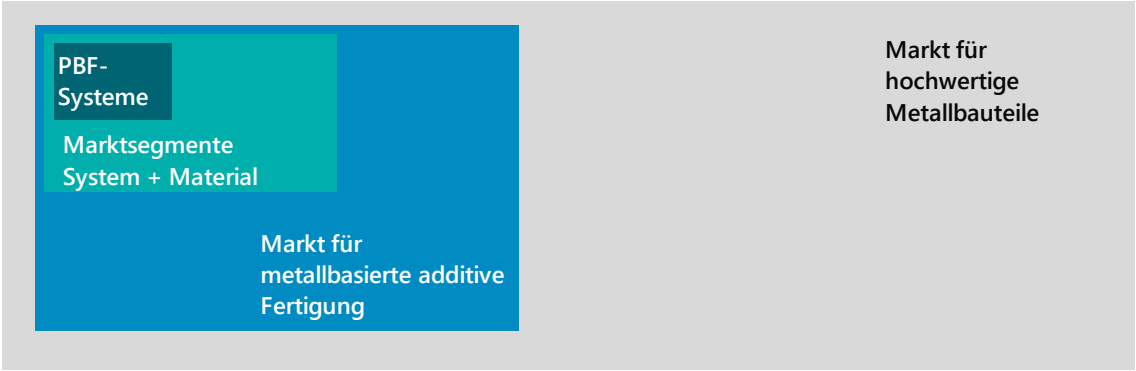
Während für den Markt für polymerbasierte additive Fertigung im Jahr 2021 ein Wachstum von rund 13,4 % und im Jahr 2022 ein Wachstum von 11,5 % realisiert wurde, ist der Markt für metallbasierte additive Fertigung in diesen Jahren um 23,2 % bzw. 21,2 % gewachsen. Laut AMPOWER beläuft sich die Marktgröße für metallbasierte additive Fertigung im Jahr 2021 auf rund EUR 2,50 Mrd. und im Jahr 2022 auf rund EUR 3,03 Mrd.

Für den Markt für metallbasierte additive Fertigung ergibt sich auf Basis der Marktgröße im Jahr 2022 unter Berücksichtigung der prognostizierten Marktgröße aus dem AMPOWER Report 2022 bis zum Jahr 2026 ein CAGR von rund 26,7 %. Für den Markt für polymerbasierte additive Fertigung ergibt sich hingegen ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 15,2 % bis zum Jahr 2026, was eine höhere Reife dieses Markts im Vergleich zum Markt für metallbasierte additive Fertigung belegt. Ausgehend vom Jahr 2022 werden bis zum Jahr 2027 durchschnittliche jährliche Wachstumsraten in Höhe von 26,1 % für den Markt für metallbasierte additive Fertigung bzw. 12,9 % für den Markt für polymerbasierte additive Fertigung prognostiziert.

Unter Verwendung des jeweiligen von AMPOWER genannten Marktvolumens laut dem Supplier Forecast für das Jahr 2027, der im AMPOWER Report 2022 jeweils für das Jahr 2026 prognostizierten Marktgröße sowie der tatsächlichen Größe des jeweiligen Markts im Jahr 2022 lassen sich für den Markt für metallbasierte additive Fertigung und den Markt für polymerbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2026 bis 2027 implizite Wachstumsraten von 23,7 % bzw. 4,3 % ableiten.

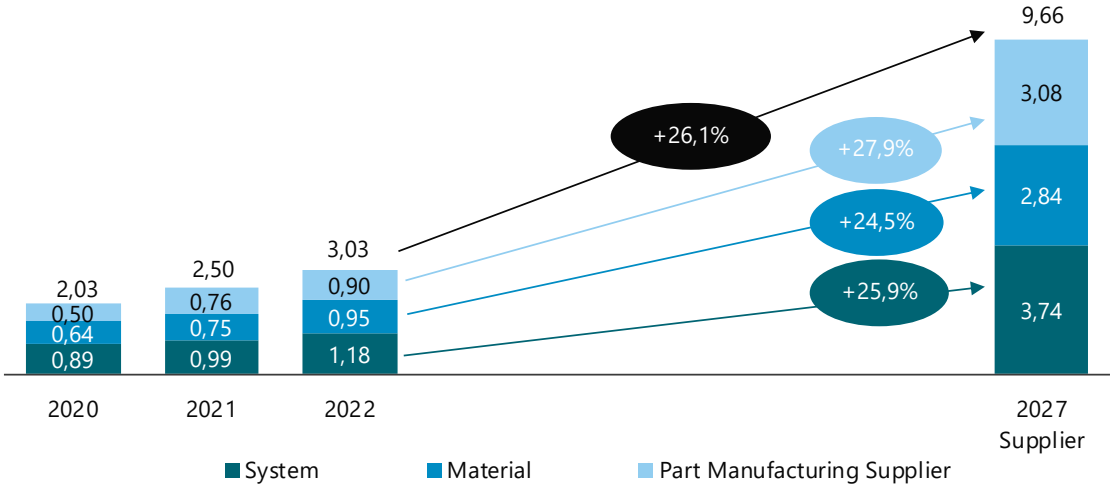
Markt für metallbasierte additive Fertigung

Das Geschäftsmodell der SLM AG basiert auf der Technologie des selektiven Laserschmelzens (SLM). Die folgende Abbildung visualisiert den seitens der SLM-Gruppe grundsätzlich adressierbaren Markt. Die Geschäftstätigkeit der SLM-Gruppe gliedert sich in die Geschäftsbereiche Maschinen und After Sales. Das Segment „Maschinen" umfasst den Verkauf der Maschinen aus dem Bereich des selektiven Laserschmelzens nebst Pulversiebstationen und anderen Peripheriegeräten. Im Segment „After Sales" werden der Verkauf von Serviceleistungen, Ersatzteilen, Handelswaren nebst Pulver sowie von Leistungen im Bereich Training und Installation der Maschinen berücksichtigt. Der für die SLM AG relevante Markt setzt sich demnach aus dem auf die Technologie der Pulverbettfusion (PBF) entfallenden Bereich des Marktsegments „System" sowie dem Marktsegment „Material" des Markts für metallbasierte additive Fertigung hochwertiger Metallbauteile zusammen.



Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung unterteilt in die Segmente System, Material und Part Manufacturing Supplier im Zeitraum von 2020 bis 2022 sowie den Supplier Forecast von AMPOWER für das Jahr 2027:

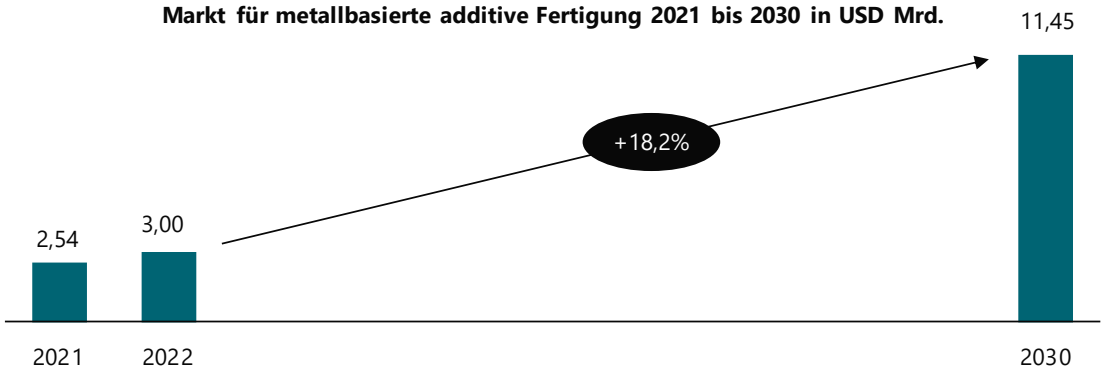
Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2020 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 24.

Für das Jahr 2022 wird der globale Markt für metallbasierte additive Fertigung auf rund EUR 3,03 Mrd. geschätzt. Davon entfallen EUR 1,18 Mrd. auf Maschinen und dazugehörige Dienstleistungen (System), EUR 0,95 Mrd. auf Rohmaterial (Material) und EUR 0,90 Mrd. auf Produktionsdienstleistungen (Part Manufacturing Supplier). Ausgehend vom Jahr 2022 wird seitens der Supplier bis zum Jahr 2027 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 26,1 % erwartet. Das höchste durchschnittliche jährliche Wachstum wird mit 27,9 % im Bereich der Produktionsleistungen (Part Manufacturing Supplier) erwartet. Für die Segmente Material und System werden im Zeitraum von 2022 und 2027 leicht geringere durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von 24,5 % bzw. 25,9 % erwartet.

Die nachfolgende Grafik zeigt die von Precedence Research angegebene Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung in den Jahren 2021 und 2022 sowie deren Prognose für das Jahr 2030 in USD Mrd.:

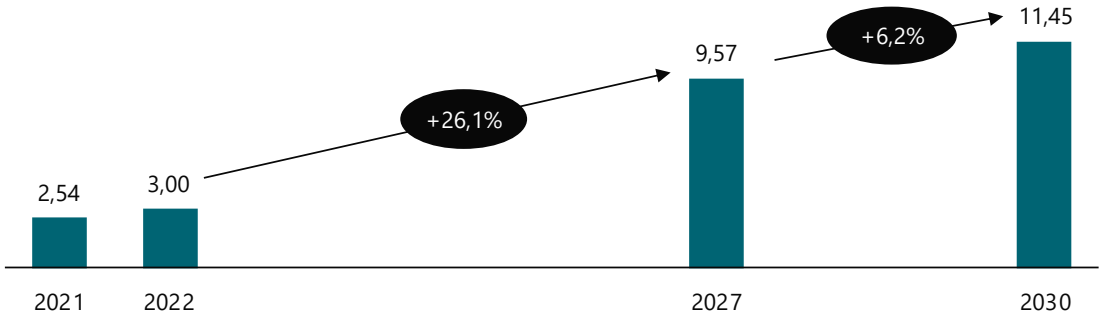


Quelle: Precedence Research, Metal Additive Manufacturing Market, Juni 2022.

Von Precedence Research wird für den Markt für metallbasierte additive Fertigung ausgehend vom Jahr 2022 bis zum Jahr 2030 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 18,2 % prognostiziert. Eine Studie von Technavio prognostiziert für den Markt für metallbasierte additive Fertigung ausgehend vom Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 20,84 % (vgl. Technavio, Metal Additive Manufacturing Market by Type, Application, and Geography - Forecast and Analysis 2023-2027, Januar 2023).

Unter Verwendung der von AMPOWER genannten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate bis zum Jahr 2027 in Höhe von 26,1 % und dem von Precedence Research für die Jahre 2022 und 2030 angegebenen Marktvolumen lässt sich eine (implizite) Erwartung für die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum von 2027 bis 2030 ableiten. Diese liegt mit rund 6,2 % deutlich unter der bis zum Jahr 2027 prognostizierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate, was belegt, dass sich das erwartete Marktwachstum mittelfristig – insbesondere aufgrund des dann deutlich größeren Marktvolumens – deutlich verringert.

Markt für metallbasierte additive Fertigung 2021 bis 2030 in USD Mrd.



Quelle: Kombination: Precedence Research, Metal Additive Manufacturing Market, Juni 2022, AMPOWER Report 2023, S. 24.

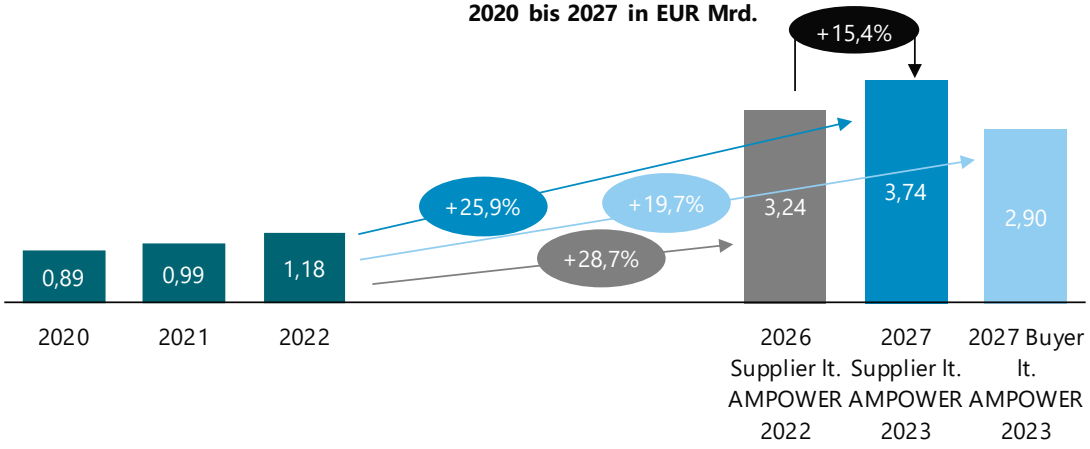
Einen wesentlichen Wachstumsfaktor stellen erwartete Innovationen dar, die durch den Einsatz von 3D-Metalldruckern in der Industrie zu Vorteilen führen sollen. Der prognostizierte zunehmende Einsatz von 3D-Druckern beim Design und der Prototypenerstellung von Produkten und Objekten in Verbindung mit dem geringeren Herstellungsaufwand und der Genauigkeit des Endprodukts wird als Wachstumsfaktor gesehen. Der Markt für additive Metallfertigungssysteme zeichnet sich entsprechend Grand View Research durch eine hohe Nachfrage insbesondere im Gesundheitswesen, der Automobilindustrie, der Luft- und Raumfahrt sowie der Verteidigungsbranche aus (vgl. Grand View Research, Inc., Bloomberg).

Da die SLM-Gruppe insbesondere in den Bereichen **System und Material** Umsätze generiert, werden im Folgenden die Marktsegmente System und Material näher beleuchtet.

Markt für metallbasierte additive Fertigungssysteme

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Markts für additive Metallfertigungssysteme im Zeitraum von 2020 bis 2027. Für das Jahr 2027 ist sowohl ein Supplier, als auch ein Buyer Forecast verfügbar.

Entwicklung des Markts für additive Metallfertigungssysteme im Zeitraum von 2020 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 24 f.; AMPOWER Report 2022, S.23.

Das Marktvolumen des Marktsegments **System** wird im Jahr 2022 von AMPOWER mit rund EUR 1,18 Mrd. angegeben. Während die Zulieferer für den Markt für additive Metallfertigungssysteme ausgehend vom Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 25,9 % auf EUR 3,74 Mrd. prognostizieren, erwarten die Abnehmer im Zeitraum von 2022 bis 2027 eine entsprechende Wachstumsrate von lediglich rund 20 %. Demnach gehen die potenziellen Käufer davon aus, dass das Marktvolumen im Jahr 2027 bei EUR 2,9 Mrd. liegen könnte.

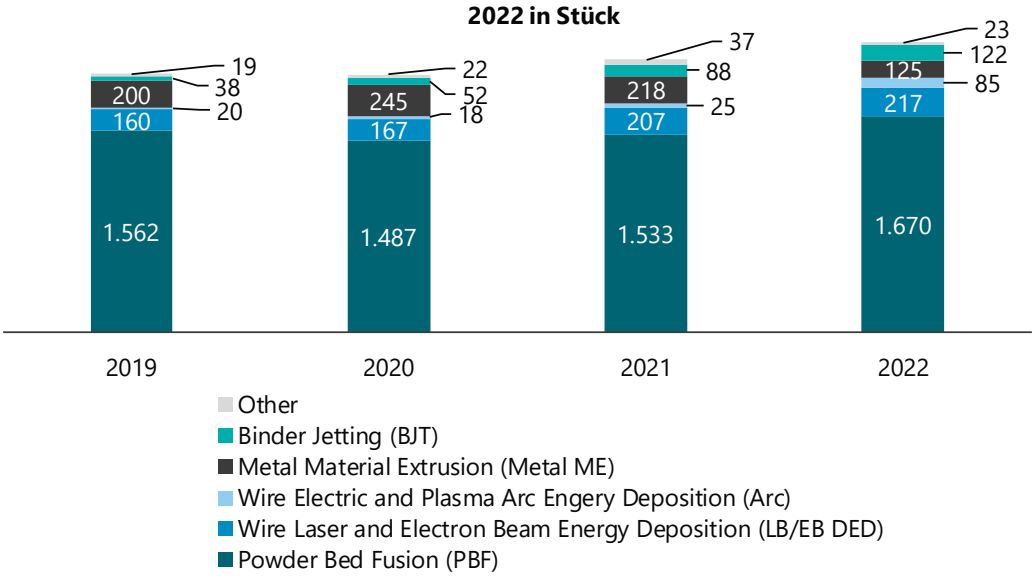
Unter Verwendung des im AMPOWER Report 2022 genannten Supplier Forecast für das das Segment System, welcher ausgehend vom Jahr 2021 für das Jahr 2026 ein Marktvolumen von EUR 3,24 Mrd. prognostiziert, ergibt sich ausgehend von dem Marktvolumen im Jahr 2022 bis zum Jahr 2026 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in Höhe von 28,7 %. Für den Zeitraum von 2026 bis 2027 lässt sich ein implizites Wachstum von rund 15,4 % ableiten, was deutlich unter der im AMPOWER Report 2023 prognostizierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate im Zeitraum von 2022 bis 2027 liegt.

Es wird deutlich, dass die Supplier-Prognosen gegenüber den Prognosen der letztendlich im Hinblick auf die Kaufentscheidung maßgeblichen Kunden deutlich optimistischer ausfallen. Die befragten Nutzer berichten häufig, dass interne Projekte zur Optimierung der Effizienz und Produktivität bestehender Maschinen und Produktionsprozesse durchgeführt werden oder für die nahe Zukunft geplant sind. Beispielswiese kann eine Anpassung veralteter Prozessparameter die Schichthöhe beeinflussen und zu einem Produktivitätsanstieg vorhandener Ressourcen führen,

was das potenzielle Absatzvolumen neuer Maschinen verringert (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 25).

Folgende Darstellung zeigt die Anzahl der verkauften Systeme nach Technologie im Zeitraum von 2019 bis 2022:

Anzahl der verkauften Systeme nach Technologie im Zeitraum von 2019 bis 2022 in Stück



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 38.

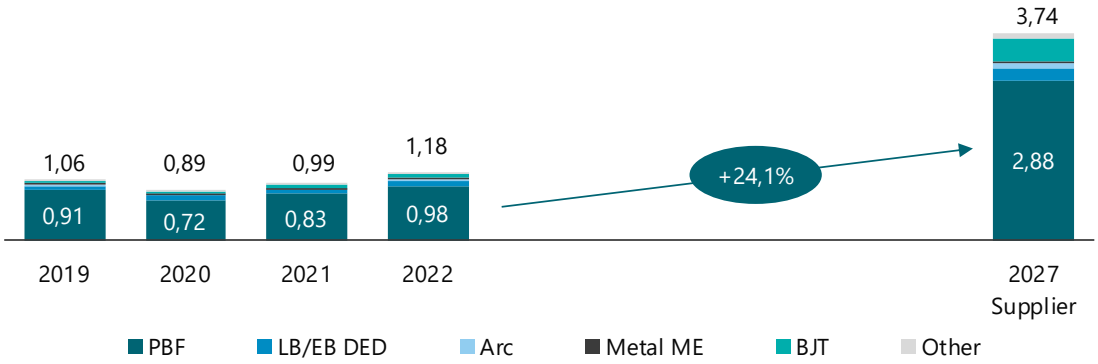
Die SLM-Gruppe agiert im Bereich **Powder Bed Fusion (PBF)**, welcher die meistverbreitete Technologie am Markt für additive Metallfertigung darstellt. Rund 70 % aller im Zeitraum von 2019 bis 2022 verkauften Systeme verfügen über diese Technologie (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 38). Hinsichtlich der Umsätze wird ausgehend vom Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 seitens der Supplier ein durchschnittliches jährliches Wachstum für Maschinen mit PBF-Technologie von rund 24,1 % erwartet (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 41).

Der adressierbare Markt im Bereich System (Serviceable Available Market) der SLM-Gruppe beläuft sich im Jahr 2022 auf rund EUR 980 Mio. Bis zum Jahr 2027 wird nach dem Supplier Forecast ein Anstieg auf rund EUR 2,84 Mrd. prognostiziert.

Mit einem Umsatz im Segment Maschinen von rund EUR 84,9 Mio. im Jahr 2022 macht die SLM-Gruppe rund 8,7 % der im Bereich der PBF-Technologie erzielten Systemumsatzerlöse aus, unter Berücksichtigung des Gesamtumsatzvolumens der SLM AG im Jahr 2022 beträgt der Anteil rund 10,7 % (EUR 84,9 Mio. / EUR 980 Mio. = 8,7 %; EUR 105,7 Mio. / EUR 980 Mio. = 10,7 %).

Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Systemumsätze innerhalb des Markts für metallbasierte additive Fertigung im Zeitraum von 2019 bis 2022 sowie den Supplier Forecast für das Jahr 2027 nach Technologie in EUR Mrd.:

Systemumsätze nach Technologie im Zeitraum von 2019 bis 2027 in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 41.

Eine Klassifizierung des Markts für metallbasierte additive Fertigung nach **Technologie und Größe** zeigt für die PBF-Systeme, dass für die größten Maschinen – größer als 600 mm – bis zum Jahr 2027 die höchste Wachstumsrate erwartet wird. In diesem Größenbereich erwarten die Supplier und Buyer ausgehend von einem PBF-Umsatzanteil von 6 % im Jahr 2022 einen Umsatzanteil von 15 % bzw. 11 % im Jahr 2027 (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 46). Hintergrund ist, dass die großen Maschinen das Drucken von Großbauteilen ermöglichen.

Markt für metallbasiertes additives Fertigungsmaterial

Neben dem Marktsegment System ist für die SLM-Gruppe das Marktsegment **Material** relevant. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die SLM-Gruppe nicht als Pulverproduzent, sondern als Zwischenhändler für die eigenen Maschinenkunden agiert. Der überwiegende Teil der After-Sales-Umsätze der SLM-Gruppe entfällt auf Service und Ersatzteile. Nur ein geringer Teil entfällt auf Materialumsätze.

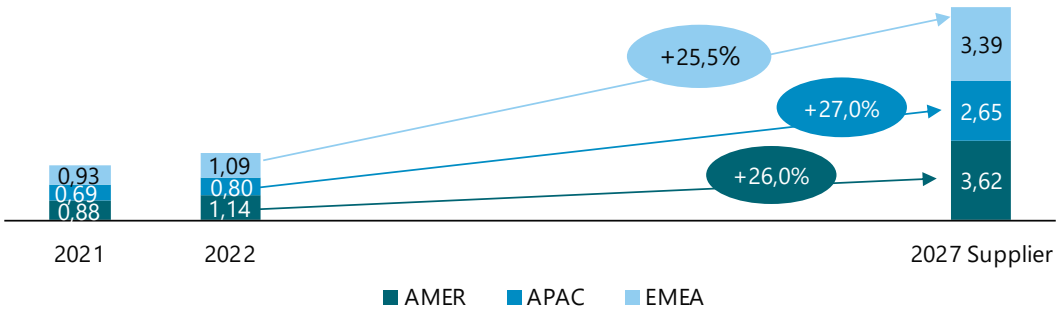
Es wird erwartet, dass der Markt für additive Fertigungsmaterialien aus Metall von 6.852 Tonnen im Jahr 2022 auf rund 42.000 Tonnen im Jahr 2027 wächst, was einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von rund 44 % entspricht. Der größte Anteil am Verbrauch und Umsatz wird im Jahr 2022 mit Metallpulvern erzielt, die vor allem bei der PBF-Technologie verwendet werden. Allerdings handelt es sich bei der in der additiven Fertigung verwendeten Pulvermenge für die Pulverproduktionsindustrie um ein Nischenprodukt; sie macht lediglich rund 2 % bis 3 % des Gesamtmarktes für Metallpulver aus. Neben einer kontinuierlichen Zunahme von Pulvermaterial soll der Anteil von Draht als Ausgangsmaterial in den nächsten Jahren ansteigen. Neben einer zunehmenden Vielfalt an Stählen, Nickel- oder Titanlegierungen werden auch Spezialwerkstoffe wie Niob, Zink oder Wolfram verfügbar. Diese Entwicklung wird als notwendig erachtet, um mehr industrielle Anwendungen der metallbasierten additiven Fertigung zu ermöglichen (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 53).

Im Jahr 2022 hat der Verkauf von Metallrohstoffen für die additive Fertigung zu einem Umsatz von rund EUR 952 Mio. geführt, wovon ein Großteil auf Nickel- und Titanlegierungen entfiel (vgl. AMPOWER Report 2023, S. 55).

Prognose nach regionaler Verteilung

Die folgende Marktanalyse nach Region zeigt den aktuellen Stand sowie den Supplier Forecast für das Jahr 2027 für die Wirtschaftsräume Amerika (AMER), Asien/Pazifik (APAC) sowie Europa/naher Osten/Afrika (EMEA):

Entwicklung des Markts für metallbasierte additive Fertigung nach Regionen in EUR Mrd.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 30.

Die prognostizierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten, ausgehend vom Jahr 2022, sind über alle Regionen vergleichbar und liegen zwischen 25,5 % (EMEA) und 27,0 % (APAC). Im Jahr 2022 verfügt die Region AMER mit 37,6 % der Umsatzerlöse über den größten Marktanteil im Bereich der additiven Metallfertigung, dicht gefolgt von EMEA mit rund 35,9 % der Umsatzerlöse. Für das Jahr 2027 werden vergleichbare Marktanteile prognostiziert.

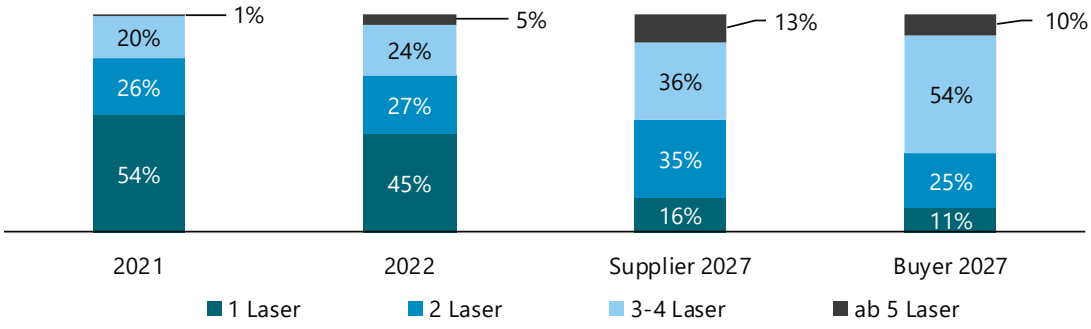
Im Bereich der PBF-Technologie ist die Region APAC gemessen an der Anzahl der verkauften Einheiten führender Anbieter. Im Jahr 2022 stammen fast die Hälfte der verkauften PBF-Systeme von Lieferanten aus der APAC-Region (vgl. AMPOWER 2023, S. 32-35). Vor allem chinesische OEM haben ihre Produktions- und Vertriebsaktivitäten im vergangenen Jahr erheblich gesteigert (vgl. AMPOWER 2023, S. 35). Chinesische Anbieter liefern bislang zwar überwiegend Systeme für den heimischen Markt. Es ist allerdings davon auszugehen, dass chinesische Anbieter zunehmend mit industriellen PBF-Systemen auf den westlichen Markt drängen werden (vgl. AMPOWER 2023, S. 69).

Prognose nach Anzahl der Laser

Die Nutzer kaufen zur Produktivitätserhöhung zunehmend Systeme mit Multi-Laser-Konfigurationen. In diesem Zusammenhang sank die Anzahl der verkaufen Systeme mit einem Laser von 54 % im Jahr 2021 auf 45 % im Jahr 2022. Gemäß der Käuferprognose werden Anlagen mit mehr als zwei Lasern 89 % der gesamten Anlagenverkäufe im Jahr 2027 ausmachen.

Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Anzahl an Lasern in PBF-Systemen in den Jahren 2021 und 2022 sowie den Supplier und den Buyer Forecast für das Jahr 2027:

Anzahl der Laser in verkauften PBF-Systemen in den Jahren 2021 und 2022 sowie Forecast für das Jahr 2027



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 47.

c) Wettbewerbssituation

Im Wettbewerb mit anderen Herstellern von additiven Fertigungssystemen weist die SLM-Gruppe aktuell eine technologische Führungsposition im selektiven Laserschmelzen auf. Insbesondere im Hinblick auf die NXG XII 600 wird derzeit ein technologischer Wettbewerbsvorteil gesehen, der nach Einschätzung der Gesellschaft noch ein bis drei Jahre vorliegen könnte. Konkurrenzprodukte können dabei nicht nur durch Wettbewerber entstehen, die dieselbe Technologie des Pulverbettschmelzens anwenden, sondern auch durch alternative Technologien, die ebenfalls eine additive Verarbeitung von Metallen erlauben.

Die SLM-Gruppe ist in den adressierten bzw. adressierbaren Märkten bereits einem **intensiven Wettbewerb** ausgesetzt, der sich erwartungsgemäß auch aufgrund der zunehmenden Fortschritte chinesischer Anbieter noch weiter verstärken wird. Gleichzeitig zeichnet sich die aktuelle Situation der SLM-Gruppe durch eine hohe Kunden- und Zuliefererkonzentration aus.

Peer Group additive Fertigung

Für eine weitergehende Analyse der Wettbewerbssituation haben wir auf Basis einer Analyse der operativen Geschäftstätigkeit, der Markt- und Wettbewerbssituation sowie von Gesprächen mit dem Vorstand die folgenden börsennotierten Peer-Group-Unternehmen aus dem Bereich der additiven Fertigungstechnologien identifiziert:

Stratasys Ltd., Rehovot/Israel

Stratasys ist ein Anbieter von polymerbasierten 3D-Drucklösungen – vom Entwurf über die Fertigung bis hin zur Instandhaltung. Das Unternehmen bietet neben 3D-Druckern für die Serienfertigung und für das Prototyping von Kunststoffbauteilen Software sowie ein Material- und Technologiepartner-Ökosystem an. Die 3D-Polymerdrucker von Stratasys bedienen sich einer Vielzahl an Technologien wie PolyJet, Fused Deposition Modeling Technologie (FDM), Programable Photo-Polymerization (P3), Stereolithographie, Selective Absorption Fusion (SAF) und 3D-Fashion. Die derzeit rund 1.700 Patente im Bereich der additiven Technologie werden für die Erstellung von Modellen, Prototypen, Fertigungswerkzeugen und Produktionsteilen in einer Vielzahl von Branchen wie der Luft- und Raumfahrt, dem Fahrzeugbau und dem Gesundheitswesen eingesetzt. Darüber hinaus bietet Stratasys über das unternehmenseigene Netzwerk 3D-Druckleistungen an. Stratasys erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rund USD 651,5 Mio.

Desktop Metal, Inc., Burlington/USA

Desktop Metal bietet additive Fertigungstechnologien an, die sich auf die Serienproduktion von Endverbrauchsteilen konzentrieren. Das Unternehmen bietet ein Portfolio integrierter additiver Fertigungslösungen aus Hardware, Software, Materialien und Dienstleistungen an. Die Lösungen von Desktop Metal betreffen den gesamten Produktlebenszyklus, von der Produktentwicklung bis zur Massenproduktion, und richten sich an eine Vielzahl von Branchen, darunter die Automobil-, Gesundheits-,Dental- Konsumgüter-, Industrie-, Luft- und Raumfahrt-, und Maschinendesignbranche sowie der Bereich Forschung und Entwicklung. Das Unternehmen investiert darüber hinaus in 3D-Druckplattformen wie Binder Jetting und Digital Light Procession. In der Vergangenheit hat das Unternehmen EnvisionTec sowie ExOne übernommen. Desktop Metal erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rund USD 209,0 Mio.

3D Systems Corporation, Rock Hill/USA

3D Systems ist ein Anbieter von 3D-Druck- und Fertigungslösungen. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vertreibt 3D-Drucker für Kunststoffe und Metalle sowie zugehörige Materialien und Software. Das Produktportfolio im Bereich 3D-Drucker umfasst fünf Arten von Druckern. Neben 3D-Metall- und 3D-Kunstoffdruckern bietet das Unternehmen Metallguss-3D-Drucker sowie 3D-Drucker für Schmuck und zahnmedizinische Produkte an. Im Bereich Werkstoffe umfasst die Produktpalette neben Metallwerkstoffen wie Aluminium, Stahl, Titan und Metalllegierungen eine Vielzahl von technischen Kunststoffen, Dentalwerkstoffe sowie Werkstoffe für den Schmuck- und Metallguss. Darüber hinaus bietet das Unternehmen im Bereich Service einen 3D-Druckservice sowie Beratungsdienstleistungen und Software an. 3D Systems bietet ein breites Portfolio an 3D-Drucktechnologien an, darunter Stereolithographie (SLA), Selektives Lasersintern, Metalldirektdruck, MultiJet-Druck, ColorJet-Druck, Polymerextrusion sowie SLA-basiertes Bioprinting. Im Jahr 2022 wurden Umsatzerlöse in Höhe von USD 538,0 Mio. erzielt.

Velo3D, Inc., Kalifornien/USA

Velo3D bietet integrierte Lösungen für die additive Metallfertigung von der Software über die Hardware bis hin zur Produktunterstützung an. Die Velo3D-AM Lösung umfasst neben der Flow-Software, einen Metall-Drucker der Sapphire-Familie sowie eine Software zur Qualitätsvalidierung und Qualitätskontrolle. Lösungen von Velo3D finden Einsatz im Bereich der Luft- und Raumfahrt, in Überschall- und Hyperschall-Flugkörpern, im Bereich der erneuerbaren Energien sowie in der Entwicklung von Automobilwerkzeugen. Im Geschäftsjahr 2022 erzielte Velo3D Umsatzerlöse in Höhe von USD 80,8 Mio.

Markforged Holding Corporation, Waltham/USA

Markforged ist ein Anbieter von additiven Fertigungsplattformen. Das Unternehmen produziert und vertreibt 3D-Drucker, Metall- und Verbundwerkstoffe sowie Software. Das Portfolio umfasst Desktop-Drucker, industrielle Drucker und Metalldrucker. Die cloudbasierte additive Fertigungsplattform „The Digital Forge" vereint Software, Drucker und Materialien und wurde für die Integration in ein bestehendes Fertigungsökosystem entwickelt. Markforged erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rund USD 100,9 Mio.

Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller

Das Beratungsunternehmen AMPOWER klassifiziert die Technologie „Powder Bed Fusion" bereits in die Kategorie der weitverbreiteten industriellen Nutzung ein. Für diese Kategorisierung muss die Technologie in mehreren Branchen als Produktionstechnologie für funktionale Endteile etabliert sein. Es wird davon ausgegangen, dass sich der aktuell noch in einer sehr deutlichen Aufbau- und Wachstumsphase befindliche Markt für metallbasierte additive Fertigung mittel- bis langfristig zu einem etablierten Markt entwickeln wird. Dabei können Parallelen zur aktuellen Markt- und Wettbewerbssituation von Werkzeugmaschinenherstellern gezogen werden, da davon auszugehen ist, dass metallbasierte additive Fertigungssysteme in diesem Bereich etablierte Produkte substituieren oder ergänzen werden. Vor diesem Hintergrund haben wir eine alternative Peer Group aus dem Bereich der Werkzeugmaschinenhersteller identifiziert. Hintergrund ist die Überlegung, dass die SLM-Gruppe – unter der Voraussetzung, dass sich die L-PBF-Technologie wie geplant durchsetzt – mit ihren 3D-Druckern langfristig eine gegenüber der aktuellen Situation der herkömmlichen bzw. etablierten Werkzeughersteller vergleichbare Position einnehmen kann, sodass die realisierten und prognostizierten Margen in diesem Bereich etablierter Unternehmen Hinweise auf nachhaltig zu erwartende Entwicklungen und erzielbare Margen geben können.

Als alternative Vergleichsunternehmen haben wir die folgenden Unternehmen herangezogen:

<u>Mikron Holding AG, Biel/Schweiz</u>

Mikron produziert und vertreibt Werkzeugmaschinen und Roboter. Das Unternehmen produziert Drehmaschinen, Fräswerkzeuge, Kalibrierwerkzeuge, Pistolenbohrer, Reibahlen, Flach-, Spiral- und Stufenbohrer, Formen für Kunststoffprodukte, Hochgeschwindigkeitsmontagesysteme, Robotermontagesysteme, Kunststoffspritzteile, Mobiltelefonkomponenten sowie Zubehör. Im Geschäftsjahr 2022 erzielte Mikron Umsatzerlöse in Höhe von CHF 309,4 Mio.

Sandvik AB, Stockholm/Schweden

Sandvik ist ein Hersteller von Werkzeugmaschinen und Industriewerkzeugen. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet Werkzeuge für metallverarbeitende Anwendungen, Maschinen und Werkzeuge für Aushubarbeiten, Edelstahlprodukte, Speziallegierungen und Widerstandsheizmaterialien sowie Prozesssysteme. Sandvik erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rund SEK 112.332 Mio.

DMG Mori AG, Tokio/Japan

Die DMG Mori AG fertigt und vertreibt Werkzeugmaschinen. Die Produkte des Unternehmens umfassen Drehautomaten, Fräs-, Dreh- und Lasermaschinen sowie Ultraschallgeräte. Im Jahr 2022 wurden Umsatzerlöse in Höhe von JPY 474,8 Mrd. erzielt.

Tornos Holding AG, Moutier/Schweiz

Tornos fertigt Werkzeugmaschinen. Das Unternehmen entwickelt, fertigt und vertreibt bewegliche Einzelspindel- und Mehrspindeldrehmaschinen und vermarktet seine Drehmaschinen vor allem an Unternehmen der Automobil-, Medizin-, Elektronik- und Mikrotechnikindustrie. Tornos erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rund CHF 181,4 Mio.

Okuma Corporation, Aichi/Japan

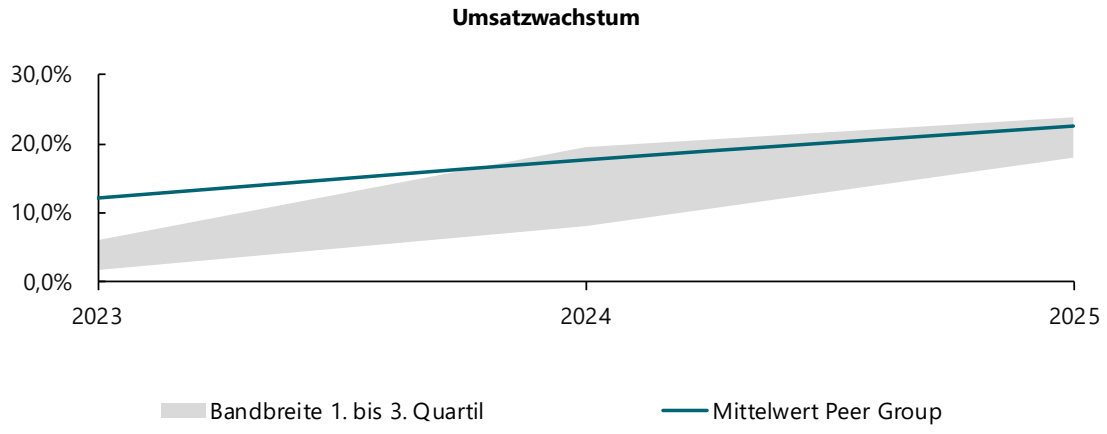
Okuma produziert und vertreibt Werkzeugmaschinen und Industrieanlagen. Zu den Produkten des Unternehmens zählen CNC-Werkzeugmaschinen wie Drehmaschinen, Bearbeitungszentren, Schleifmaschinen und Bohrmaschinen. Im Jahr 2023 wurden Umsatzerlöse in Höhe von JPY 227,6 Mrd. erzielt.

Tsugami Corporation, Tokio/Japan

Tsugami produziert und vertreibt CNC-Werkzeugmaschinen, einschließlich Präzisions-Drehmaschinen sowie Präzisions-Bearbeitungszentren. Daneben produziert das Unternehmen Schleifmaschinen und Gewindewalzen, Messgeräte sowie andere Industriewerkzeuge. Tsugami erzielte im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von rund JPY 95,0 Mrd.

Umsatzwachstum und Margen der Peer-Group-Unternehmen

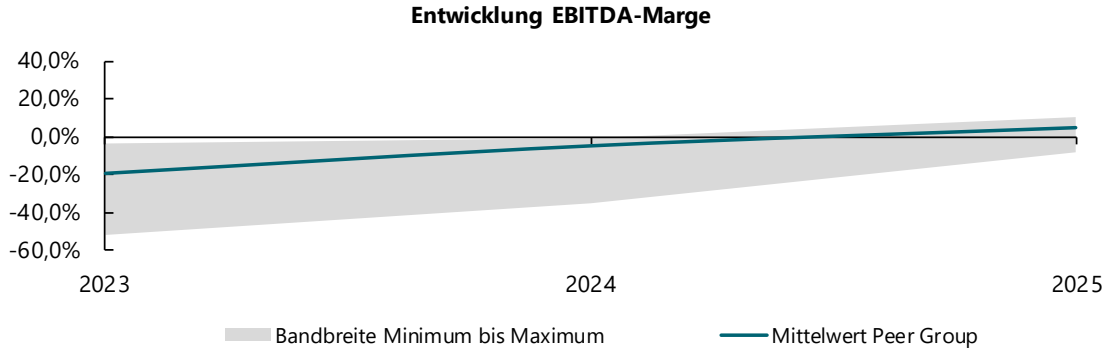
In der folgenden Übersicht ist der Mittelwert des **Umsatzwachstums der Peer Group additive Fertigung** für den historischen Zeitraum von 2021 bis 2022 ergänzt um den Mittelwert der von Analysten prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2023 bis 2025 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige 1. Quartil und 3. Quartil der Bandbreite der Umsatzwachstumsraten der Peer-Group-Unternehmen.



Quelle: Ebner Stolz Analyse; Bloomberg.

Die für die Peer-Group-Unternehmen prognostizierten Wachstumsraten (Mittelwert) liegen zwischen 12,2 % und 22,5 %.

Die Unternehmen der Peer Group additive Fertigung weisen im Hinblick auf die Ist-Ergebnisse regelmäßig negative EBITDA-Margen aus. In der folgenden Übersicht wird der Mittelwert der **EBITDA-Margen** (EBITDA/Umsatz) **der Peer Group additive Fertigung** auf Basis der von Analysten prognostizierten EBITDA-Margen für die Jahre 2023 bis 2025 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige Minimum und Maximum der Bandbreite der EBITDA-Margen.

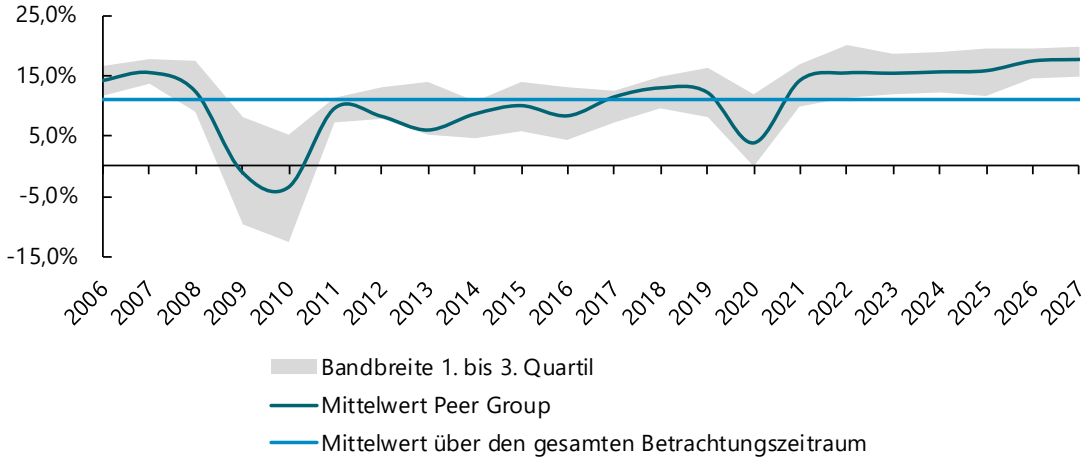


Quelle: Ebner Stolz Analyse; Bloomberg.

Für den Prognosezeitraum von 2023 bis 2025 liegen die EBITDA-Margen (Mittelwert) zwischen -19,1 % und 5,3 %.

In der folgenden Übersicht ist der Mittelwert der **EBITDA-Margen der Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller** für den historischen Zeitraum von 2006 bis 2022 ergänzt um den Mittelwert der von Analysten aktuell prognostizierten EBITDA-Margen für die Jahre 2023 bis 2027 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige 1. Quartil und 3. Quartil der Bandbreite der EBITDA-Margen.

Entwicklung EBITDA-Marge



Quelle: Ebner Stolz Analyse; Bloomberg.

Für den Prognosezeitraum von 2023 bis 2027 liegen die EBITDA-Margen (Mittelwert) zwischen 15,5 % und 17,8 %.

Der Mittelwert der EBITDA-Marge im Vergangenheitszeitraum von 2006 bis 2022 beträgt 9,4 %; im Prognosezeitraum von 2023 bis 2027 beträgt der Mittelwert 16,5 %. Der Mittelwert der EBITDA-Marge über den gesamten dargestellten Zeitraum liegt bei 11,1 %.

3. Grundsätzliches zum Unternehmenswert

3.1. Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswerts

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 Alternativanlage repräsentiert.

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es weder einen „objektiven, allgemeingültigen" noch den „schlechthin richtigen" Unternehmenswert gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schiedsspruchs- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die vorliegende Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten. 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 gesetzlicher 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).

Auftragsgemäß ermitteln wir in der Funktion des neutralen Gutachters einen objektivierten Wert für das Unternehmen.

3.2. Bewertungsgrundsätze

a) Allgemeines

Für die Unternehmensbewertung sind Bewertungsgrundsätze anzuwenden, die in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten. Sie haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW"), insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden.

b) Ertragswert

Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet 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 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 (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101), wurde auf eine zusätzliche Ableitung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch das vorliegende Gutachten nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (vgl. BVerfG, 24. Mai 2012,1 BvR 3221/10, Tz. 30 (juris); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14/14, Tz. 36 (juris); OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, Tz. 10 (juris)). Die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (vgl. OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 34 (BeckRS); OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 179 (juris)).

Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29). Der anlassbezogene objektivierte Wert stellt ferner eine Größe vor Berücksichtigung der Effekte dar, die sich erst durch die dem jeweiligen Bewertungsanlass zu Grunde liegende Maßnahme oder deren Folgen ergibt (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1435).

Die Bewertung der SLM AG wurde entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis auf „**Stand-Alone-Basis**" vorgenommen (vgl. OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, Tz. 146 (juris); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 169 (juris); Popp, AG 2010, S. 1, 2; van Rossum, in: Münchener Komm. zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305 Tz. 171; Koch, in: Koch, AktG, 16. Aufl., 2022, § 305 Tz. 33; krit.: Krieger, in: Münch. Hdb. GesR Bd. 4 (AG), 5. Aufl., 2020, § 71, Tz. 135; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 10. Aufl., 2022, § 305 Tz. 111). Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben. Der Anspruch auf angemessenen Ausgleich und Abfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich ohne den Unternehmensvertrag gar nicht ergeben hätten (vgl. LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15, Beschlusstext S. 84). Mit anderen Worten führt die übergeordnete Zielsetzung, den außenstehenden Aktionären das Ausscheiden zu ermöglichen ohne wirtschaftliche Nachteile zu erleiden dazu, dass solche Synergieeffekte, die bei der zu bewertenden Gesellschaft in Folge der Konzernierungsmaßnahme eintreten, außer Betracht bleiben müssen (vgl. BGH, 4. März 1998, II ZB 5/97, S. 2 (BeckRS)).

Im Hinblick auf die Betrachtung möglicher Synergieeffekte wird in der Rechtsprechung und im IDW S 1 zwischen echten und unechten Synergieeffekten unterschieden (vgl. ausführlich Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.25 ff.). Der Einbezug **echter Synergien**, derentwegen üblicherweise Strukturmaßnahmen gerade durchgeführt werden, ist rechtlich nicht geboten und im Rahmen der objektivierten Bewertung nach herrschender Meinung in der Rechtsprechung folglich nicht angezeigt (vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20;

OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS)). Echte Synergien 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. So genannte **unechte Synergieeffekte** sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die 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 (vgl. 31. März 2008, 31 Wx 88/06, Tz. 22 (juris)).

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir die Synergiethematik sowohl mit dem Vorstand der SLM AG als auch der Nikon AM. AG erörtert. Es ist festzuhalten, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung alle aus der Sicht des Bewertungsstichtages unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs erwarteten Effekte berücksichtigt. Insofern sind darüber hinaus keine weiteren Synergieeffekte zu berücksichtigen.

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 Vollauskehrung (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 regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses 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 (vgl. 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 ein Wertzuwachs unterstellt, der in steuerlicher Hinsicht einen Veräußerungsgewinn auslöst. Dieser unterliegt unter der Annahme einer längeren Haltedauer unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern. 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.; LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Beschlusstext S. 22; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS)).

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1428 f.; OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 32; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15, Tz. 8 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 21. August 2015. 5 HK O 1913/14, Beschlusstext S. 9; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Tz. 118 (BeckRS)).

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).

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

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 (vgl. 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 Abgeltungsteuersystem 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 (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.156; Popp, Der Konzern 2020, S.

177, 179 m.w.N.; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126).

c) Liquidations- und Substanzwert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (vgl. IDW S 1 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 (vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 14; OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris)) oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint (vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7). Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abfindungsberechtigten außenstehenden Aktionäre nicht realisieren können.

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 (vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668) besteht, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus. Beides ist im vorliegenden Fall nicht zu erkennen.

Da im vorliegenden Fall die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme verzichtet.

Hilfsweise sei darauf verwiesen, dass sich das buchmäßige Eigenkapital der SLM AG gemäß dem Konzernabschluss zum 31. Dezember 2022 auf rund EUR 64,3 Mio. beläuft. Selbst ohne Berücksichtigung von Zerschlagungskosten entspricht dies nur rund 12 % des ertragswertbasierten Unternehmenswerts von rund EUR 540 Mio. (vgl. Abschnitt 4.4 c)).

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d. IDW S 1 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.162; Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG München, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08, Beschlusstext S. 64). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

d) Börsenkurs

Da die Aktien der SLM AG zum Börsenhandel zugelassen sind, kommt eine Verwendung des Börsenkurses grundsätzlich in Betracht.

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA Entscheidung vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH (19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630) auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet.

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. Für die Bedeutung des Börsenkurses als Untergrenze kommt es nicht auf die Informationseffizienz des Kapitalmarkts und eine damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige" Bewertung durch den Markt an (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 349; FAUB, AG 2021, S. 588, Tz. 4). Stattdessen ist allein relevant, ob der Aktionär zu diesem Kurs tatsächlich hätte desinvestieren können, d. h. keine

Marktenge besteht und eine ausreichende Markttiefe vorliegt.

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit können die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung als Indiz herangezogen werden (vgl. OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 30 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, AG 2014, S. 822; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13, Tz. 294 (BeckRS)). Allerdings kann aus dem Nichtvorliegen der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nicht auf den Grad der Informationseffizienz bzw. darauf geschlossen werden, dass der Börsenkurs eine sachgerechte Indikation für den Unternehmenswert oder (allein) eine angemessene Kompensation darstellt (vgl. ausführlich zur Bedeutung des Börsenkurses aus wirtschaftswirtschaftlicher Sicht: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 244 ff.; FAUB, AG 2021, S. 588 ff.).

Auch die BaFin selbst verweist darauf, dass es sich bei den Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung um „enge" Kriterien handelt, wenn sie regelmäßig in ihren Schreiben zur Mitteilung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses darauf hinweist, dass nur „unter engen gesetzlichen Voraussetzungen" von der BaFin kein Mindestpreis berechnet werden kann.

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff., „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. Zur Relevanz des Börsenkurses in diesem konkreten Fall verweisen wir auf unsere Ausführungen im Abschnitt 4.6.

e) 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 (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris)). Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen (vgl. OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Beschlusstext S. 23).

Ergänzend zu der von uns vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode haben wir eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt (vgl. Abschnitt 4.5).

f) Vorerwerbe durch die Nikon AM. 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 Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – 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 gelänge, 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, AG 2010, S. 629, 632).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.) 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 hat. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS), dem OLG Düsseldorf (28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS), dem OLG Stuttgart (30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34), dem OLG Frankfurt (8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS)), dem OLG Jena (16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021. 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18) sowie dem OLG Hamburg (8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7) nochmals festgehalten (gl. A. LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m. w. N.).

Das OLG Frankfurt hat jüngst klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbemessung keine Bedeutung zukomme. Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter" Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne (vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 32 (BeckRS)). Der Referenzpunkt ist gesondert festzustellen (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 356).

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

3.3. Bewertungsstichtag

Die Ableitung des Unternehmenswerts erfolgt stichtagsbezogen, wobei als Bewertungsstichtag bei der angemessenen Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG der Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung maßgeblich ist. Dementsprechend wurde als Bewertungsstichtag der 13. Juli 2023 als Tag der ordentlichen Hauptversammlung der SLM AG zu Grunde gelegt.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2023 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 13. Juli 2023 geometrisch aufgezinst (vgl. OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 83 (BeckRS); LG München, 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12, Beschlusstext S. 59).

4. Erläuterung zum Ergebnis der Bewertung

Die Schätzung der künftigen Erträge ist grundsätzlich mit gewissen Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftserwartungen behaftet. Hierbei sind Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit geben hierfür eine erste Orientierung.

4.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

a) Allgemeines

Nachfolgend werden auf Basis der geprüften Konzernbilanzen sowie der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen der SLM AG der Jahre 2020 bis 2022 nach IFRS die Erfolgsursachen der Vergangenheit analysiert.

Die im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts der SLM AG vorgenommene Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigungen dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Die Bereinigungen sind gesondert ausgewiesen. Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.

b) Vermögenslage

Nachfolgend wird die Vermögenslage der SLM AG zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2020 bis 2022 entsprechend den geprüften Konzernjahresabschlüssen nach IFRS dargestellt.

Die **Aktiva** stellen sich wie folgt dar:

	Dez 20 Ist	Dez 21 Ist	Dez 22 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Liquide Mittel	18.864	24.998	31.160
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13.449	22.231	26.769
Vorräte	20.770	25.842	39.888
Kurzfristige Steuerforderungen	0	490	23
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	5.782	6.214	9.585
Kurzfristige Vermögenswerte	58.866	79.775	107.425
Immaterielle Vermögenswerte	28.092	32.601	37.430
Sachanlagevermögen	38.486	35.757	35.809
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	208	718	1.127
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	207	101	0
Aktive latente Steuern	388	83	520
Langfristige Vermögenswerte	67.381	69.261	74.886
	126.247	149.036	182.311

Die **liquiden Mittel** unterteilen sich zum Jahresende 2022 in Bankguthaben in Höhe von TEUR 27.535 (2021: TEUR 23.244) sowie Termineinlagen in Höhe von TEUR 2.617 (2021: TEUR 1.754). Die Termineinlagen waren im Geschäftsjahr 2022 nur begrenzt verfügbar, da sie insbesondere als Sicherheiten für Avale dienten. Des Weiteren ist zum 31. Dezember 2022 in den liquiden Mitteln ein Geldtransit in Höhe von EUR 1,0 Mio. enthalten.

Der Anstieg der liquiden Mittel im Jahr 2022 um rund 25 % ist insbesondere auf die Ausgabe neuer Aktien sowie die Zeichnung der dritten Tranche der Wandelanleihen 2022/2026 mit einem Nominalwert von TEUR 30.213 zurückzuführen.

Der Anstieg der **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zum** 31. Dezember 2021 um rund 65 % im Vergleich zum Vorjahresbestand ist auf ungünstigere Zahlungsbedingungen im vierten Quartal 2021 zurückzuführen. Darüber hinaus ist der Anstieg darauf zurückzuführen, dass die meisten Anlagenlieferungen im Dezember 2021 erfolgten. Dies führt dazu, dass Zahlungen für die endgültige Fertigstellung der Anlageninstallation zum Ende des Geschäftsjahrs noch ausstanden.

Die SLM-Gruppe tritt sowohl als Leasingnehmer, als auch als Leasinggeber auf. Zum 31. Dezember 2022 bestehen drei Finanzierungsleasingverträge (Vorjahresbestand: ein Vertrag) über Maschinen und Zubehör aus dem Bereich des selektiven Laserschmelzens, bei denen die Eigentumsrechte auf das Leasingobjekt am Ende der Vertragslaufzeit automatisch auf den Leasingnehmer übergehen. Die Forderungen aus Finanzierungsleasing sind in den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen enthalten.

Der Anstieg der **Vorräte** in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 ist auf die Erhöhung der Lagerbestände als Reaktion auf die weltweiten Engpässe in der Lieferkette und die allgemeine Zunahme der Geschäftstätigkeit zurückzuführen. Die Vorräte enthalten im Geschäftsjahr 2022 neben Roh-Hilfs- und Betriebsstoffen in Höhe von EUR 11,4 Mio., unfertige Erzeugnisse und unfertige Leistungen in Höhe von EUR 11,2 Mio., fertige Erzeugnisse und Waren in Höhe von EUR 15,1 Mio. sowie geleistete Anzahlungen in Höhe von EUR 2,3 Mio.

Die **kurzfristigen Steuerforderungen** betreffen Steuerforderungen aus dem für das Geschäftsjahr zu versteuernden Einkommen auf Grundlage der örtlichen Steuervorschriften.

Die **kurzfristigen sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte** enthalten insbesondere Vertragsvermögenswerte (2022: TEUR 6.496; 2021: TEUR 4.010; 2020: TEUR 2.163), Forderungen in Zusammenhang mit der Umsatzsteuer (2022: TEUR 1.484; 2021: TEUR 950; 2020: TEUR 1.313), sowie sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte (2022: TEUR 1.605; 2021: TEUR 1.254 (TEUR 1.355 abzgl. langfristige in Höhe von TEUR 101); 2020: TEUR 2.009 (TEUR 2.216 abzgl. langfristige in Höhe von TEUR 207). Im Geschäftsjahr 2020 sind zudem Forderungen aus einem Kooperationsabkommen mit einer Universität in Höhe von TEUR 297 enthalten.

Der Posten „Sonstige“ innerhalb der sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte enthält im Wesentlichen Vorauszahlungen für Mieten, Messeveranstaltungen und Versicherungen. Das Vertragsvermögen (Contract Assets) betrifft im Geschäftsjahr 2022 neben einer Maschine aus Auftragsfertigung, die nach der Percentage-of-Completion-Methode bilanziert wird, im Wesentlichen die Ansprüche des Konzerns auf Gegenleistung für abgeschlossene, aber zum Abschlussstichtag noch nicht abgerechnete Leistungen aus der Lieferung von Maschinen. Der Anstieg der Vertragsvermögenswerte ist insbesondere auf den Anstieg der Umsatzerlöse zurückzuführen.

Die **immateriellen Vermögenswerte** beinhalten insbesondere die im Zusammenhang mit einem Unternehmenszusammenschluss erworbene Lasertechnologie sowie die aktivierten Entwicklungskosten. Der Anstieg in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 ist insbesondere auf Investitionen in die Technologie sowie auf weitere Entwicklungstätigkeiten zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2022 beliefen sich die Gesamtausgaben für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten der SLM AG auf TEUR 18.006 (2021: 14.632 TEUR), was einem Anstieg von 23 % gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses wurden in der Vergangenheit nicht aktivierte immaterielle Vermögenswerte identifiziert. Dabei handelt es sich um eine Grundlagentechnologie der SLM-Maschinen (Lasertechnologie) sowie den damaligen Kundenstamm. Die Bewertung erfolgt zu den Anschaffungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen bzw. Wertminderungsaufwendungen. Die planmäßige lineare Abschreibung erfolgt dabei für die Grundlagentechnologie über 15 Jahre, für den Kundenstamm über 10 Jahre. Im Geschäftsjahr 2022 entfallen diese Vermögenswerte vollständig auf die Lasertechnologie in Höhe von TEUR 6.041 (2021: TEUR 7.323; 2020: TEUR 8.605 (jeweils inkl. Kundenstamm)).

Die **Sachanlagen** blieben zum 31. Dezember 2022 im Vergleich zum Geschäftsjahr 2021 relativ stabil. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2021 ist im Wesentlichen auf die Veräußerung von Systemen im Anwendungszentrum, die in den kommenden Perioden ersetzt werden sollen, zurückzuführen. Auskunftsgemäß verkauft die Gesellschaft ihre Demomaschinen regelmäßig als Gebrauchtmaschinen an Kunden. Darüber hinaus trug die planmäßige Abschreibung von Finanzierungsleasingverträgen im Geschäftsjahr 2021 zur Reduktion der Sachanlagen bei.

Innerhalb des Sachanlagevermögens sind die Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen nach IFRS 16 enthalten. Im Geschäftsjahr 2022 betragen die Nutzungsrechte rund TEUR 1.016, wovon ein Betrag von TEUR 410 auf Gebäude (2021: TEUR 246; 2020: TEUR 441) und ein Betrag von TEUR 606 auf Fahrzeuge sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung 2021: TEUR 475; 2020: TEUR 1.196) entfällt.

Die **sonstigen finanziellen Vermögenswerte** umfassen neben ausländischen langfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen Vorauszahlungen, Kautionen sowie Anzahlungen für Messen. Die sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte betragen zum 31. Dezember 2020 rund TEUR 208 und steigen zum 31. Dezember 2022 auf ein Niveau von TEUR 1.127 an (2021: TEUR 718). Im Geschäftsjahr 2022 entfällt ein Betrag von TEUR 1.100 auf die ausländischen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

Die **langfristigen sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte** betrafen eine Forderung aus der Übertragung der Anteile der SLM AG an der SLM Software GmbH. Im Geschäftsjahr 2019 wurde der Anteil von 51 % an der SLM Software GmbH, Perg/Österreich, an den damaligen Joint-Venture-Partner veräußert. Im Geschäftsjahr 2022 wurden TEUR 162 vereinnahmt und die Forderung vollständig beglichen.

Aktive latente Steuern auf steuerliche Verlustvorträge der SLM AG in Höhe von TEUR 5.013 wurden in der Höhe aktiviert, wie ihnen, unter Berücksichtigung der Mindestbesteuerung, passive latente Steuern gegenüberstehen.

Die **Passiva** stellen sich wie folgt dar:

	Dez 20 Ist	Dez 21 Ist	Dez 22 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Verbindlichkeiten aus Liefererungen und Leistungen	6.983	11.008	11.523
Finanzielle Verbindlichkeiten	2.781	60.453	2.347
Sonstige nicht finanzielle Verbindlichkeiten	6.522	7.872	15.303
Rückstellungen	4.304	4.896	4.983
Steuerrückstellungen	29	7	1.080
Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing - kurzfristig	0	0	162
Kurzfristige Schulden	20.619	84.236	35.398
Finanzielle Verbindlichkeiten	75.014	20.112	69.461
Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	6.982	6.304	4.005
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	1.143	771	669
Sonstige nicht finanzielle Verbindlichkeiten	13	0	44
Rückstellungen	875	111	841
Passive latente Steuern	5.832	4.831	7.638
Langfristige Schulden	89.859	32.129	82.659
Verbindlichkeiten	110.478	116.365	118.057
Gezeichnetes Kapital	19.779	22.702	25.745
Kapitalrücklage	100.584	134.322	185.515
Konzernbilanzverlust	-101.589	-121.964	-146.708
Rücklagen	-3.005	-2.389	-298
Eigenkapital	15.768	32.671	64.254
	126.247	149.036	182.311

Der Anstieg der **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** in den Jahren 2021 und 2022 resultiert aus dem Geschäftswachstum.

Zum Ende des Geschäftsjahres 2022 waren zwei **Wandelanleihen** im Umlauf. Die erste Anleihe wurde ursprünglich mit einem jährlichen Zinssatz von 5,5 % und einer Laufzeit bis zum 11. Oktober 2022 begeben. Die Anleihe 2017/2022 wurde im Jahr 2022 teilweise zurückbezahlt und im Übrigen seitens der Anleihegläubiger um zwei Jahre verlängert (Wandelanleihe 2017/2024) und der Zinssatz auf 7,5 % p. a. angehoben. Die zweite Anleihe wurde in drei Tranchen in den Jahren 2020, 2021 und 2022 herausgegeben und im Jahr 2022 teilweise gewandelt (siehe unten.).

Der Anstieg der **kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten** im Geschäftsjahr 2021 ist primär durch die Umgliederung der ursprünglich im Geschäftsjahr 2022 fällig werdenden Wandelanleihe 2017/2022 in den kurzfristigen Bereich determiniert. Der anschließende Rückgang der kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten ist insbesondere auf die Umgliederung der Wandelanleihe 2017/2024 von den kurzfristigen in die langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten zurückzuführen (siehe auch unten). Die kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten umfassen daneben Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (2022: TEUR 2.074; 2021: 2.125 TEUR, 2020: 2.110), kurzfristige Leasingverbindlichkeiten (2022: TEUR 263; 2021: TEUR 325; 2020: TEUR 620) sowie Steuerschulden (Quellensteuer, Waren- und Dienstleistungssteuer, harmonisierte Verkaufssteuer; 2022: TEUR 0; 2021 TEUR 92; 2020: TEUR 1,4).

Teilweise wurde der Rückgang der kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten im Jahr 2022 durch einen Anstieg der **kurzfristigen sonstigen nicht finanziellen Verbindlichkeiten** von TEUR 7.872 im Jahr 2021 auf TEUR 15.303 im Jahr 2022 kompensiert. Die kurzfristigen sonstigen nicht finanziellen Verbindlichkeiten umfassen erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen, Personalverbindlichkeiten sowie sonstige Steuern. Zum 31. Dezember 2022 sind darin Personalverpflichtungen in Höhe von TEUR 10.626 sowie erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen in Höhe von TEUR 4.422 enthalten. Der Anstieg der kurzfristigen sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten resultiert insbesondere aus dem Anstieg der Personalverbindlichkeiten um rund TEUR 6.597 im Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot der Nikon AM. AG im Jahr 2022.

Die **kurzfristigen Rückstellungen** enthalten neben Garantie- und Installationsrückstellungen, Rückstellungen für Prämien sowie Kommissionen. Während die Garantierückstellungen im Geschäftsjahr 2022 infolge des Anstiegs der Geschäftstätigkeit um rund TEUR 584 angestiegen sind, reduzierten sich die sonstigen Rückstellungen um rund TEUR 497. Der Anstieg der kurzfristigen Rückstellungen im Geschäftsjahr 2021 ist insbesondere auf den Anstieg der Garantierückstellungen infolge des Anstiegs der Geschäftstätigkeit zurückzuführen.

Die **Steuerrückstellungen** setzen sich aus Ertragsteuer- und Umsatzsteuerverbindlichkeiten zusammen. Der Anstieg der Steuerrückstellungen ist im Wesentlichen auf eine Reklassifizierung von Konten zurückzuführen; die einzelnen Konten weisen jeweils keine signifikante Erhöhung auf.

Zum 31. Dezember 2022 bestehen **Verpflichtungen aus Finanzierungsleasing** in Höhe von TEUR 162. Diese betreffen das Leasing von technischen Anlagen.

Die **langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten** betreffen insbesondere Finanzverbindlichkeiten in Form von Wandelschuldverschreibungen sowie Bankkredite, die für den Bau des Lübecker Firmensitzes aufgenommen wurden. Die Bankkredite sind bis zum 31. Dezember 2026 regelmäßig zu tilgen. Die Tilgung erfolgt in dreißig gleich hohen aufeinanderfolgenden vierteljährlichen Raten in Höhe von TEUR 333, beginnend am 30. Juni 2019, sowie einer Schlussrate von TEUR 133. Die Tilgung der Bankkredite für das Folgejahr wird unter den kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten ausgewiesen.

Im Geschäftsjahr 2022 erhöhten sich die langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten insbesondere durch die Begebung der dritten Tranche der Wandelanleihe 2020/2026 mit einem Nominalwert von TEUR 30.213. Darüber hinaus führte die Verlängerung des Fälligkeitsdatums der Wandelanleihe 2017/2024 dazu, dass der nicht zurückbezahlte Teil dieser Verbindlichkeit von den kurzfristigen Verbindlichkeiten in die langfristigen Verbindlichkeiten umgegliedert wurde (siehe auch oben).

Der Rückgang der **Pensionen und ähnlichen Verpflichtungen** ist auf die Abzinsung künftiger Rentenansprüche mit höheren Durchschnittszinssätzen zurückzuführen. Auskunftsgemäß bestehen bei der SLM-Gruppe nur Pensionsverpflichtungen, die im Rahmen der Gründung der Gesellschaft durch Ausgliederung aus einer anderen Gesellschaft entstanden sind. Für die Mitarbeiter, die nach § 613 a BGB in die neu gegründete Gesellschaft der heutigen SLM-Gruppe übertragen wurden, wurden die bestehenden Pensionsverpflichtungen übertragen. Die SLM-Gruppe hat keine neuen, eigenen Zusagen erteilt. Der Rahmen der Verpflichtungen ist auf 17 Personen final begrenzt, wovon zum 31. Dezember 2022 vier Personen aktive Pensionsanwärter sind.

Die langfristigen **sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten** betreffen Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16. Zum 31. Dezember 2022 bestehen langfristige Leasingverbindlichkeiten mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren in Höhe von TEUR 669. Den (kurz- und langfristigen) Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 stehen zum 31. Dezember 2022 Nutzungsrechte in Höhe von TEUR 1.016 gegenüber.

Die **langfristigen sonstigen nicht finanziellen Verbindlichkeiten** belaufen sich zum 31. Dezember 2022 auf rund TEUR 44 (2021: TEUR 0; 2020: TEUR 13).

Die **langfristigen Rückstellungen** enthalten langfristige Rückstellungen aus dem Long-Term-Incentive-Programm (LTIP). Im Geschäftsjahr 2022 ist ein Anstieg von TEUR 111 auf TEUR 841 zu verzeichnen, was insbesondere auf die zusätzlich mit den drei Vorstandsmitgliedern geschlossenen Vereinbarungen über die anteilsbasierte Vergütung, die abweichende Bedingungen für den Fall des Change of Control festlegen, zurückzuführen ist. Im Geschäftsjahr 2020 sind langfristige Rückstellungen aus dem LTIP in Höhe von TEUR 97 sowie langfristige Garantierückstellungen in Höhe von TEUR 777 enthalten.

Die **passiven latenten Steuern** resultieren insbesondere aus der Aktivierung der Entwicklungskosten. Zum 31. Dezember 2022 bestehen passive latente Steuern in Höhe von TEUR 7.638.

Das voll ausgegebene und eingezahlte Grundkapital der SLM AG ist zum 31. Dezember 2022 eingeteilt in 25.744.680 auf den Inhaber lautende nennwertlose Aktien. Im September 2022 wurde das **Eigenkapital** durch die Ausgabe 2.270.172 neuer Aktien um TEUR 45.403 erhöht, wobei TEUR 2.270 in das Stammkapital und der übrige Betrag in die Kapitalrücklage eingezahlt wurde. Die Kapitalrücklage erhöhte sich im Geschäftsjahr 2022 um TEUR 51.193, wovon TEUR 8.344 aus der Ausgabe der Wandelanleihen und TEUR 42.849 aus der Einzahlung der Gesellschafter resultiert. Die bilanzielle Eigenkapitalquote erhöhte sich von 22 % auf rund 35 % im Geschäftsjahr 2022.

c) Ertragslage

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Vergangenheitsergebnisse der SLM AG analysiert. Dazu haben wir die operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen und Steuern, EBIT) um Sondereinflüsse bereinigt und auf diese Weise ein bereinigtes Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) abgeleitet. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25).

In der nachfolgenden Tabelle ist die **bereinigte Ertragslage** der SLM AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 auf Basis der geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS dargestellt:

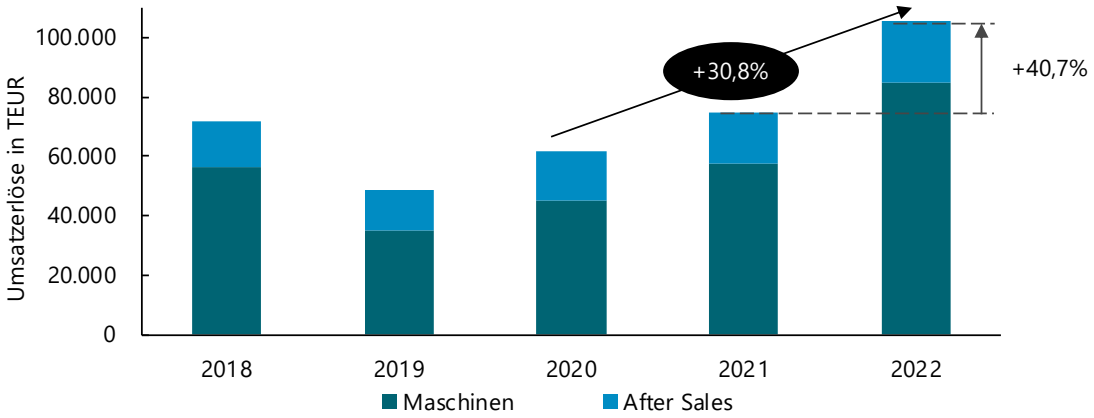
	2020 Ist	2021 Ist	2022 Ist	2020-22 CAGR
	TEUR	TEUR	TEUR	%
Umsatzerlöse	61.759	75.115	105.709	*30,8%*
Bestandsveränderungen	-2.219	1.558	9.471	*n/a*
Andere aktivierte Eigenleistungen	5.030	6.633	7.189	*19,6%*
Gesamtleistung	64.570	83.306	122.369	*37,7%*
Materialaufwand	-26.257	-34.947	-54.367	*43,9%*
Rohertrag	38.313	48.359	68.002	*33,2%*
Personalaufwand	-35.732	-38.633	-45.740	*13,1%*
Sonstige betr. Erträge	851	186	262	*-44,5%*
Sonstige betr. Aufwendungen	-15.599	-18.300	-21.672	*17,9%*
Ergebnis Equity-Methode bil. Unternehmen	-7	0	0	*-100,0%*
EBITDA bereinigt	-12.175	-8.387	852	*n/a*
Abschreibungen	-7.331	-6.416	-7.330	*0,0%*
EBIT bereinigt	-19.506	-14.803	-6.478	*-42,4%*
Bereinigungen	-3.888	-1.492	-9.779	*58,6%*
EBIT	-23.394	-16.295	-16.258	*-16,6%*
Finanzergebnis	-4.461	-5.269	-6.123	*17,2%*
EBT	-27.855	-21.564	-22.380	*-10,4%*
Ertragsteuern	-2.397	1.188	-2.364	*-0,7%*
Periodenergebnis	-30.252	-20.375	-24.744	*-9,6%*
EBITDA bereinigt in % der Umsatzerlöse	*-19,7%*	*-11,2%*	*0,8%*	
EBIT bereinigt in % der Umsatzerlöse	*-31,6%*	*-19,7%*	*-6,1%*	
in % der Gesamtleistung				
Materialaufwand	*40,7%*	*42,0%*	*44,4%*	
Personalaufwand	*55,3%*	*46,4%*	*37,4%*	
Sonstige betr. Erträge	*1,3%*	*0,2%*	*0,2%*	
Sonstige betr. Aufwendungen	*24,2%*	*22,0%*	*17,7%*	

Der Anstieg der **Umsatzerlöse** auf rund TEUR 105.709 im Geschäftsjahr 2022, was einer Steigerung von rund 41 % gegenüber dem Geschäftsjahr 2021 (TEUR 75.115) entspricht, ist in erster Linie auf die zunehmenden Verkäufe der NXG XII 600 zurückzuführen. Insofern hat sich die bereits im Geschäftsjahr 2021 zu beobachtende steigende Nachfrage nach Maschinen der SLM AG weiter fortgesetzt.

Die Gesellschaft berichtet im Rahmen der Segmentberichterstattung Umsatzerlöse nach Segmenten und nach Regionen.

Nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten im Zeitraum von 2018 bis 2022:

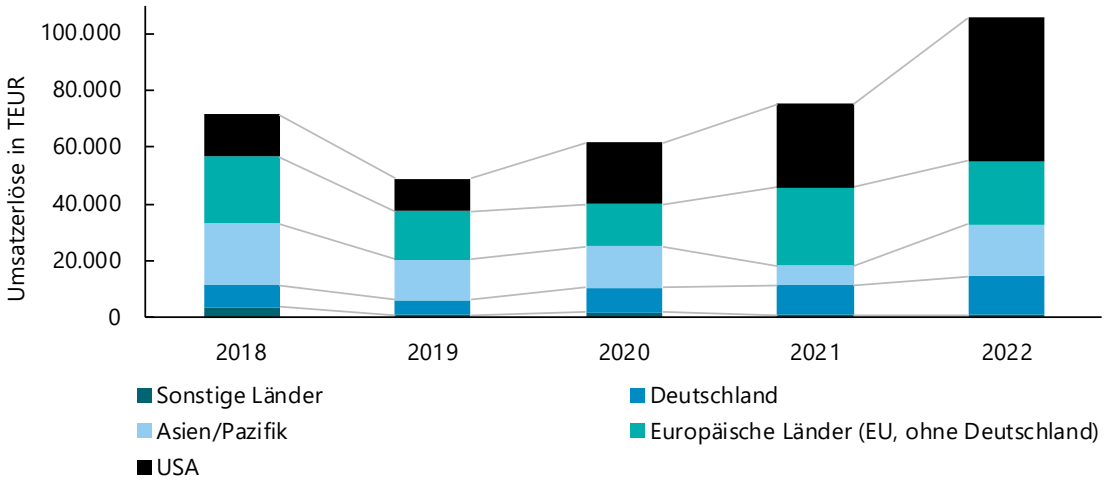
Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten im Zeitraum von 2018 bis 2022



Im Geschäftsjahr 2022 entfallen rund 80 % des Umsatzes auf das Segment **Maschinen**, welches den Verkauf von selektiven Laserschmelzanlagen, Pulversiebstationen und anderen Zusatzgeräten umfasst. Während das Segment Maschinen im Geschäftsjahr 2022 ein Umsatzwachstum von rund 47 % realisiert hat, hat das Segment **After Sales**, das Umsätze aus Servicedienstleistungen, Ersatzteilen, Handelswaren nebst Pulver sowie Training und Installation der Maschinen umfasst, ein Umsatzwachstum von rund 20 % verzeichnet. Im Zeitraum von 2020 bis 2022 ist ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsatzerlöse von rund 31 % zu verzeichnen.

Nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse im Zeitraum von 2018 bis 2022 nach Regionen:

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Regionen im Zeitraum von 2018 bis 2022



Die Grafik zeigt, dass die Umsatzerlöse im Betrachtungszeitraum größtenteils auf die USA, Deutschland und die anderen europäischen Länder entfallen. Im Geschäftsjahr 2022 ist insbesondere in den USA ein deutliches Wachstum von rund 74 % im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen.

Die **Bestandsveränderung** beträgt im Geschäftsjahr TEUR 9.471 (2021: TEUR 1.558; 2020: TEUR -2.219.

Die **anderen aktivierten Eigenleistungen** betragen im Geschäftsjahr 2022 TEUR 7.189 (2021: TEUR 6.633; 2020: TEUR 5.030) und beinhalten den aktivierten Personalaufwand für Entwicklungstätigkeiten, bei denen Erkenntnisse in einen Plan oder Entwurf für neue oder wesentlich verbesserte Produkte und Prozesse umgesetzt werden. Der Anstieg der anderen aktivierten Eigenleistungen im Betrachtungszeitraum steht insbesondere in Zusammenhang mit den erhöhten Entwicklungsaktivitäten.

Der **bereinigte Materialaufwand** setzt sich im Wesentlichen aus den in den Maschinen der SLMAG verbauten Komponenten zusammen. Im Geschäftsjahr 2022 weist die Gesellschaft mit TEUR 54.367 einen im Vergleich zur Gesamtleistung sowie im Vergleich zur Summe aus Umsätzen und Bestandsveränderung überproportionalen Anstieg des bereinigten Materialaufwand um rund 55 % auf. Dies spiegelt sich in einem Anstieg der Materialaufwandsquote gemessen an der Gesamtleistung um rund 2,5 Prozentpunkte bzw. gemessen an den Umsatzerlösen inkl. Bestandsveränderung um rund 1,6 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorjahr wider.

Der **bereinigte Personalaufwand** steigt von rund TEUR 35.732 im Jahr 2021 auf rund TEUR 45.740 im Jahr 2022, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 13,1 % entspricht. Die bereinigte Personalaufwandsquote, gemessen an der Gesamtleistung, geht im Betrachtungszeitraum von rund 55,3 % auf 37,4 % zurück. Gemessen an der Summe aus Umsatzerlösen und Bestandsveränderungen sinkt die bereinigte Personalaufwandsquote von rund 60 % im Jahr 2020 auf rund 40 % im Jahr 2022. Der Rückgang der Personalaufwandsquote ist insbesondere auf den Anstieg der Umsatzerlöse bzw. der Gesamtleistung im Verhältnis zu der Anzahl an Vollzeitäquivalenten (FTE) zurückzuführen. Zum 31. Dezember 2022 werden 537 Vollzeitäquivalente beschäftigt (2021: 488; 2020: 429). Davon entfallen zum 31. Dezember 2022 rund 116 FTE auf den Bereich Forschung und Entwicklung, 81 FTE auf den Bereich Vertrieb, 122 FTE auf den Bereich After Sales, 101 FTE auf die Produktion sowie 117 FTE auf den Bereich Administration.

Während die Umsatzerlöse im Jahr 2021 um rund 21,6 % bzw. im Jahr 2022 um rund 40,7 % ansteigen, ist hinsichtlich der Anzahl der FTE ein Anstieg von 13,8 % bzw. 10,0 % zu verzeichnen.

Die **bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge** sinken von rund TEUR 851 im Jahr 2020 auf rund TEUR 186 im Jahr 2021 bzw. TEUR 262 im Jahr 2022. Der Rückgang ist insbesondere auf eine unterschiedliche Kontierung in den jeweiligen Geschäftsjahren zurückzuführen.

Die **bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen** enthalten insbesondere Vertriebsaufwendungen, betriebliche Aufwendungen (z. B. IT-Kosten) sowie Rechts- und Beratungskosten. Die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen im Zeitraum von 2020 bis 2022 von rund TEUR 15.599 auf TEUR 21.672 an und wachsen demnach mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 17,9 %. Der Anstieg ist insbesondere auf höhere Logistikkosten aufgrund global gestiegener Transportkosten durch Lieferengpässe sowie auf den Anstieg des Umsatzvolumens zurückzuführen. Angesichts eines durchschnittlichen jährlichen Wachstums der Gesamtleistung im Zeitraum von 2020 bis 2022 von rund 37,7 %, reduziert sich die Aufwandquote gemessen an der Gesamtleistung im Betrachtungszeitraum um rund sechs Prozentpunkte.

Das **Ergebnis nach der Equity-Methode bilanzierter Unternehmen** im Geschäftsjahr 2020 in Höhe von TEUR -7 betrifft die Beteiligung an der 3D Metal Powder GmbH. Die Anteile der im Jahr 2016 gegründeten Gesellschaft in Höhe von 51 % des Grundkapitals wurden im Geschäftsjahr 2020 verkauft. Die Ergebnisse der Gesellschaft wurden bis zum bis 30. Juni 2020 berücksichtigt.

Das **bereinigte EBITDA** steigt im Betrachtungszeitraum von TEUR -12.175 im Jahr 2020 auf TEUR 852 im Jahr 2022.

Die **Abschreibungen** betragen im Geschäftsjahr 2022 TEUR 7.330 (2021: TEUR 6.416; 2020: TEUR 7.331). Die Abschreibungen setzen sich aus Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und auf Sachanlagen zusammen. Darin sind Abschreibungen auf Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen enthalten.

Das **bereinigte EBIT** ist im gesamten Betrachtungszeitraum deutlich negativ.

Das **Finanzergebnis** umfasst Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit den Wandelanleihen sowie den Bankdarlehen, die teilweise durch Zins- und sonstige Erträge in Höhe von TEUR 79 (2021: TEUR 61) ausgeglichen werden. Der Anstieg der Zinsaufwendungen ist insbesondere auf die zusätzlich anfallenden Zinsaufwendungen aufgrund der ausgegebenen dritten Tranche der Wandelanleihe 2020/2026 (2022/2026) im Juni 2022 in Kombination mit den erstmalig ganzjährig anfallenden Zinsaufwendungen der ausgegebenen zweiten Tranche der Wandelanleihe 2020/2026 (2021/2026) im April 2021 zurückzuführen. Der Anstieg der Zinsaufwendungen im Geschäftsjahr 2020 ist auf die im Juli 2020 ausgegebene erste Tranche der Wandelanleihe 2020/2026 zurückzuführen. Insgesamt verschlechtert sich das Finanzergebnis von TEUR -4.461 im Jahr 2020 auf TEUR -6.123 im Jahr 2022.

Die SLM-Gruppe verzeichnete einen **Steueraufwand** in Höhe von TEUR 2.364 für das im Dezember 2022 endende Geschäftsjahr insbesondere für latente Steuern, verglichen mit einem positiven Effekt aus Ertragsteuern in Höhe von TEUR 1.188 für das Geschäftsjahr 2021. Im Jahr 2021 ist dieser Effekt insbesondere auf die Erfassung von aktiven latenten Steuern zurückzuführen, die die passiven latenten Steuern, hauptsächlich aufgrund von Verlustvorträgen übersteigen.

In den letzten drei Geschäftsjahren hat die SLM-Gruppe deutlich negative **Jahresergebnisse** erzielt. Im Geschäftsjahr 2022 reduzierte sich das Periodenergebnis von TEUR -20.375 im Jahr 2021 auf TEUR -24.744.

Bereinigungen

Zur besseren Vergleichbarkeit sowie zu Plausibilisierungszwecken der Planungsrechnung haben wir die historische Ertragslage um die folgenden Sachverhalte bereinigt:

	2020 Ist	2021 Ist	2022 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Währungskursgewinne	484	1.423	0
Währungskursverluste	-1.017	0	-975
Erträge aus der Auflösung von EWB	463	74	263
Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	1.206	151	255
Bildung Rückstellung	-151	-255	0
Auflösung Rückstellung aufgrund einer falschen zollrechtlichen Einstufung	0	0	959
Staatliche Zuschüsse	723	803	0
Einmalige Verwaltungsaufwendungen Nikon-Übernahmeangebot	0	0	-6.559
Wertberichtigung, Umbewertung von Vorräten	-4.408	-2.100	-1.985
Abfindungen	-305	-374	-537
Erträge aus Anlagenverkauf	0	67	0
Verlust aus Anlagenabgang	0	0	-24
Kurzarbeit in deutschen Betrieben	400	0	0
PPA-Abschreibung	-1.282	-1.282	-1.175
Bereinigungen	-3.888	-1.492	-9.779

In den Jahren 2020 bis 2022 sind in den Materialaufwendungen Aufwendungen für Wertberichtigung veralteter Vorratsbestände und Umbewertungen in Höhe von TEUR 1.985 (2022), TEUR 2.100 (2021) und TEUR 4.408 (2020) enthalten, die wir bereinigt haben.

Ebenfalls bereinigt werden die in den sonstigen betrieblichen Erträgen bzw. Aufwendungen ausgewiesenen Wechselkursgewinne bzw. -verluste, Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Vermögenswerten sowie Erträge aus der Auflösung von Einzelwertberichtigungen

Im Zeitraum von 2020 bis 2022 wurden Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen in Höhe von TEUR 1.206 (2020), TEUR 151 (2021) und TEUR 255 (2022) bereinigt. Vereinfachend wurde eine Rückstellungsbildung im Vorjahr unterstellt.

In den sonstigen betrieblichen Erträgen ist im Jahr 2022 darüber hinaus ein Ertrag aus der Auflösung einer Rückstellung in Höhe von TEUR 959 enthalten, die wir bereinigt haben. Diese wurde aufgrund einer Falschdeklaration des Zollcodes in den USA im Jahr 2019 gebildet. Die Auflösung erfolgte nach teilweiser Erreichung der Verjährungsfrist.

In den Geschäftsjahren 2020 und 2021 wurden staatliche Zuschüsse der Landesregierungen USA und Kanada in Zusammenhang mit der Corona-Pandemie in Höhe von TEUR 723 bzw. TEUR 803 innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge bereinigt. In den Geschäftsjahren 2021 und 2022 betrifft dies insbesondere Fördermittel der USA im Zuge des in der Corona-Pandemie etablierten „Paycheck Protection Program". Im Geschäftsjahr 2021 entfällt ein Teilbetrag in Höhe von rund TEUR 7 auf ein vergleichbares Programm der Landesregierung in Kanada.

Im Geschäftsjahr 2022 sind einmalige Verwaltungsaufwendungen in Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot der Nikon AM. AG in Höhe von rund EUR 6,5 Mio. enthalten, die in den Personalaufwendungen bzw. den sonstigen betrieblichen Aufwendungen bereinigt wurden.

Im Geschäftsjahr 2020 wurden Erträge in Zusammenhang mit der Kurzarbeit in Deutschland in Höhe von TEUR 400 im Personalaufwand bereinigt.

Darüber hinaus wurden, die in den Jahren 2020 bis 2022 enthaltenen Abfindungen in Höhe von TEUR 305, TEUR 374 bzw. TEUR 537 bereinigt.

Des Weiteren haben wir innerhalb der Abschreibungen nicht steuerwirksame PPA-Abschreibungen, welche in Zusammenhang mit der Akquisition der SLM AG im Jahr 2014 im Rahmen des Börsengangs stehen, in Höhe von TEUR 1.282 in den Jahren 2020 und 2021 sowie TEUR 1.175 im Jahr 2022 bereinigt.

4.2. Planungsrechnungen

a) Beschreibung des Planungsprozesses

Der jährliche Planungsprozess der SLM AG beginnt im August des jeweiligen Jahres. Zu Beginn wird von den Vertriebsmitarbeitern eine Prognose zu den erwarteten Aufträgen eingeholt (Auftrags-Forecast). Ein ausgeprägter Detaillierungsgrad liegt für die Planungsrechnung im Wesentlichen für das erste Jahr (Budgetjahr) vor. Die Planung der Aufträge und Umsätze sowie des direkten Materialaufwands erfolgt auf Ebene der einzelnen Maschinentypen und für das Budgetjahr auch auf Ebene der Absatzregionen. After-Sales-Umsätze sowie der korrespondierende Materialaufwand werden separat abgeleitet. Bei der Planung der übrigen Aufwendungen werden für das Budgetjahr detaillierte Forecasts auf Ebene der einzelnen Kostenstellen eingeholt.

Im Rahmen der Mittelfristplanung erfolgt eine Fortschreibung unter Berücksichtigung der Marktentwicklung und des Produktportfolios bzw. der Produktplanung.

Die **aktuelle Planungsrechnung** der Gesellschaft umfasst das Budget für das Jahr 2023 sowie die Mittelfristplanung für die Jahre 2024 bis 2027. Die Planung für das Budgetjahr wurde im Mai 2023 aktualisiert und um die Mittelfristplanung ergänzt. Die Planungsrechnung soll vom Aufsichtsrat in der Sitzung vom 31. Mai 2023 zustimmend zur Kenntnis genommen werden.

b) Plan-Ist-Vergleich

Historische Planungsrechnungen spiegeln die damaligen Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens wider. Diese sind nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. Dieser kann auch darin bestehen Zielgrößen zu definieren. Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zur Einschätzung führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren (vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS)). Neben Plan-Ist-Vergleichen für mehrere Einzeljahre kann auch ein Vergleich der letzten jeweiligen Mehrjahresplanungen durchgeführt werden.

Zur Analyse der Planungstreue haben wir die Planungsrechnungen aus den Geschäftsjahren 2019 bis 2021 für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 den jeweiligen (unbereinigten) Ist-Zahlen gegenübergestellt. Auf eine Darstellung der Planungstreue für bereinigte Ergebnisse haben wir vorliegend verzichtet, da eine Einschätzung darüber gewonnen werden soll, inwiefern die geplanten Ergebnisse im Ist tatsächlich strukturell über- oder unterschritten wurden.

Ermittelt wurden dabei die Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse, des EBITDA sowie auf Ebene des Auftragsvolumens. Die linke Spalte bezeichnet immer das Jahr der Planung (z. B. 2019) für das folgende Planungsjahr. In den Jahren 2020 (für die Planjahre 2021 bis 2025) sowie 2021 (für die Planjahre 2022 bis 2026) liegt jeweils ein Planungshorizont über fünf Jahre vor. Im Jahr 2019 wurde lediglich ein Budgetjahr (2020) geplant.

Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung, rote Felder eine negative Planabweichung.

Auf der Ebene der **Umsatzerlöse** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr		
		2020	2021	2022
Planung	2019	-4%		
	2020		1%	-11%
	2021			-8%
Durchschn. Δ		-4%	1%	-9%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse zeigt, dass die in der Planung aus dem Jahr 2019 für das Jahr 2020 geplanten Umsatzerlöse unterhalb der tatsächlich erzielten Umsatzerlösen lagen. Der im Jahr 2020 geplante Umsatz wurde, jedenfalls für das erste Planjahr 2021 im Ist marginal übertroffen. Im zweiten Planjahr 2022 liegen die Umsatzerlöse rund 11 % unterhalb der geplanten Umsatzerlöse. Auch der im Jahr 2021 für das Jahr 2022 geplante Umsatz wurde im Ist um rund 8 % verfehlt.

Auf der Ebene des **EBITDA** (absolut) stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ EBITDA (%)		Planjahr		
		2020	2021	2022
Planung	2019	-69%		
	2020		30%	-172%
	2021			-361%
Durchschn. Δ		-69%	30%	-266%

Die deutlich negative Planabweichung im Jahr 2020 ist auf das nicht erreichte geplante Umsatzvolumen sowie über den geplanten Aufwendungen liegende Materialaufwendungen zurückzuführen. Die positive Abweichung im Jahr 2021 ist im Wesentlichen auf eine deutliche Übererfüllung der geplanten aktivierten Eigenleistungen zurückzuführen. Die sehr deutlich negativen Abweichungen für das Planjahr 2022 sind auf die nicht erreichten Plan-Umsätze sowie höhere Material- und Personalaufwendungen zurückzuführen.

Ergänzend haben wir eine Analyse der Plan-Ist-Abweichungen auf Basis der **Auftragseingänge** in TEUR vorgenommen. Dabei liegen uns aus dem Jahr 2019 keine Plandaten vor. Die entsprechenden Plan-Ist-Abweichungen stellen sich wie folgt dar:

Δ Auftragseingang in TEUR (%)		Planjahr		
		2020	2021	2022
Planung	2019			
	2020		-32%	-40%
	2021			-25%
Durchschn. Δ		n/a	-32%	-33%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Auftragseingänge zeigt, dass die geplanten Auftragseingänge die tatsächlichen Auftragseingänge deutlich überschritten haben.

Auf Basis der Analyse der Planungstreue ist festzuhalten, dass wir keine Hinweise identifizieren konnten, die die Eignung der Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung in Frage stellen. Im Ergebnis belegen die Plan-Ist-Abweichungen tendenziell einen strategischen Charakter der aufgestellten Planungsrechnungen. Insbesondere ist kein strukturell konservativer Planungsansatz zu verzeichnen.

c) Planungsrechnung der SLM-Gruppe

Operative Planung

Die folgende Übersicht stellt die aktuelle Planungsrechnung der SLM-Gruppe für die Planjahre 2023 bis 2027 dar:

	2022 Ist*	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	105.709	152.299	207.727	261.611	337.714	430.194
Bestandsveränderungen	9.471	5.587	5.338	9.036	9.675	11.553
Andere aktivierte Eigenleistungen	7.189	8.973	10.768	12.921	15.505	18.606
Gesamtleistung	122.369	166.858	223.832	283.569	362.895	460.354
Materialaufwand	-54.367	-72.467	-98.245	-124.016	-160.760	-205.883
Rohertrag	68.002	94.391	125.588	159.553	202.135	254.471
Personalaufwand	-45.740	-59.807	-68.778	-79.095	-90.959	-104.603
Sonstige betr. Erträge	262	0	0	0	0	0
Sonstige betr. Aufwendungen	-21.672	-27.144	-29.859	-32.844	-36.129	-39.742
EBITDA	852	7.440	26.951	47.613	75.047	110.126
Abschreibungen	-7.330	-9.022	-10.827	-12.992	-15.590	-18.709
EBIT	-6.479	-1.583	16.124	34.621	59.457	91.418
*bereinigt						
Umsatzwachstumsrate	*40,7%*	*44,1%*	*36,4%*	*25,9%*	*29,1%*	*27,4%*
EBITDA in % der Umsatzerlöse	*0,8%*	*4,9%*	*13,0%*	*18,2%*	*22,2%*	*25,6%*
EBIT in % der Umsatzerlöse	*-6,1%*	*-1,0%*	*7,8%*	*13,2%*	*17,6%*	*21,3%*
in % der Gesamtleistung						
Materialaufwand	*-44,4%*	*-43,4%*	*-43,9%*	*-43,7%*	*-44,3%*	*-44,7%*
Personalaufwand	*-37,4%*	*-35,8%*	*-30,7%*	*-27,9%*	*-25,1%*	*-22,7%*
Sonstige betr. Aufwendungen	*-17,7%*	*-16,3%*	*-13,3%*	*-11,6%*	*-10,0%*	*-8,6%*

Die Planungsrechnung ist durch einen deutlichen Anstieg der **Umsatzerlöse** gekennzeichnet, die sich ausgehend vom Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 32,4 % mehr als vervierfachen sollen. Insgesamt soll im Zeitraum von 2022 bis 2027 ein Umsatzzuwachs in Höhe von rund TEUR 324.485 erreicht werden. Das hohe Wachstum ist im Wesentlichen durch stark ansteigend geplante Auftragseingänge und Absatzmengen im Segment Maschinen getrieben.

In der folgenden Tabelle ist die geplante Umsatzentwicklung der Segmente Maschinen und After Sales dargestellt:

	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Maschinen	84.889	126.290	172.380	211.935	268.535	336.932
After Sales	20.820	26.009	35.347	49.677	69.179	93.263
Summe	105.709	152.299	207.727	261.611	337.714	430.194
in % der Umsatzerlöse						
Maschinen	*80%*	*83%*	*83%*	*81%*	*80%*	*78%*
After Sales	*20%*	*17%*	*17%*	*19%*	*20%*	*22%*

Das Umsatzwachstum im Segment **Maschinen** soll im Wesentlichen durch stark ansteigende Verkaufszahlen von Maschinentypen der NXG-Familie erreicht werden. Dabei ist im gesamten Planungszeitraum eine kontinuierliche Weiterentwicklung des Produktportfolios geplant, die sich ebenfalls wachstumsfördernd auswirken soll. Die geplanten Absatzsteigerungen sollen insbesondere mit Kunden in den Branchen Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung erzielt werden. Zudem ist eine engere Zusammenarbeit mit den Kunden geplant, die die Einführung oder Ausweitung der additiven Fertigung fördern soll.

Der geplante Anstieg der installierten Maschinenbasis wirkt sich mit Verzögerung auf die Umsatzerlöse im Segment **After Sales** aus, die insbesondere zur Mitte des Planungszeitraums stark wachsen sollen. Dabei ist im Zeitablauf korrespondierend zu der erwarteten Zunahme der additiven Fertigung bei Kundenunternehmen ein steigender Umsatzanteil aus dem Pulververkauf geplant.

Im Zusammenhang mit der Ausweitung des Geschäftsvolumens sind die geplanten **Bestandsveränderungen** an fertigen und unfertigen Erzeugnissen im gesamten Planungszeitraum positiv. Im Vergleich zum Umsatzwachstum fällt der Anstieg des Vorratsbestands jedoch deutlich geringer aus, so dass sich die Kapitalbindung in den Vorräten im Planungszeitraum deutlich verbessern soll.

Das geplante Wachstum basiert auf einer kontinuierlichen Weiterentwicklung der Technologie und des Produktportfolios. Daraus folgt ein weiterer, jedoch im Verhältnis zu den Umsatzerlösen unterproportionaler Anstieg der **anderen aktivierten Eigenleistungen**. Der Anteil der anderen aktivierten Eigenleistungen am Personalaufwand der Gesellschaft steigt von rund 15,7 % im Jahr 2023 auf rund 17,8 % im Jahr 2027 an.

Der **Materialaufwand** setzt sich im Wesentlichen aus den direkten Materialkosten für die Maschinen und die im After-Sales-Geschäft verkauften Materialien (Ersatzteile, Zubehör und Pulver) zusammen. Im Vergleich zur Gesamtleistung wird mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 30,5 % ein leicht überproportionaler Anstieg geplant, was sich auch in dem leichten Anstieg der Materialaufwandsquote im Verhältnis zur Gesamtleistung niederschlägt.

Das Wachstum des **Personalaufwands** im Planungszeitraum spiegelt neben Gehaltserhöhungen insbesondere die geplanten Neueinstellungen wider, die im Wesentlichen in den Bereichen Service, Produktion und Engineering erfolgen sollen. Im Zusammenhang mit dem erwarteten zunehmenden Einsatz der Maschinen in der additiven Fertigung soll sich auch die Absatzmenge je Kunde erhöhen, so dass im Vertrieb ein geringerer Personalzuwachs geplant ist. Im Verhältnis zur Gesamtleistung zeigt sich eine deutliche Verbesserung der Personalaufwandsquote von rund 37 % im Jahr 2022 auf rund 23 % im Jahr 2027.

Sonstige betriebliche Erträge werden im Planungszeitraum nicht erwartet.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sollen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 12,9 % nur in geringem Umfang ansteigen, was unter anderem auf geplante Kostenverbesserungen in den Bereichen Logistik und Marketing sowie rückläufig erwartete Rechtsberatungskosten zurückzuführen ist.

Für das **EBITDA** wird ausgehend von TEUR 852 im Jahr 2022 bis zum Jahr 2027 ein Anstieg auf TEUR 110.126 geplant. Insofern wird ein Anstieg der EBITDA-Marge in Bezug auf die Umsatzerlöse von 0,8 % im Jahr 2022 auf 25,6 % zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2027 abgebildet.

Der Anstieg der **Abschreibungen** im Planungszeitraum ist insbesondere auf die fortgeführte Entwicklungstätigkeit zurückzuführen und steht insofern im Zusammenhang mit den ansteigend geplanten anderen aktivierten Eigenleistungen.

Das **EBIT** soll im Jahr 2024 positiv ausfallen und in den nachfolgenden Planjahren stark ansteigen. Dies ist insbesondere auf den im Verhältnis zu den Umsatzerlösen deutlich unterproportional geplanten Anstieg des Personalaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Insgesamt soll im Zeitraum von 2022 bis 2027 ein EBIT-Anstieg in Höhe von rund TEUR 120.653 erreicht werden, was einem Anteil von 37 % des geplanten Umsatzanstiegs entspricht.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung

Im Rahmen des Anreizsystems eines Unternehmens verwendete Zielplanungen erfüllen insbesondere dann ihren spezifischen Anreizzweck, wenn die Zielgrößen ambitioniert sind und insbesondere die unternehmerischen Chancen verfolgen, die vom Management angestrebt werden (krit. zu Zielplanungen: OLG Stuttgart, 3. April 2012, 20 W 6/09, Tz. 134 (juris)). Entsprechende Risiken werden bei solchen Zielplanungen entweder vollständig ausgeblendet oder nicht angemessen berücksichtigt. Insofern bilden Zielplanungen in diesem Sinne keinen Erwartungswert ab. Eine solche Zielplanung ist jedoch nicht fehlerhaft, sondern hat eine grundsätzlich andere Funktion als eine Bewertungsplanung, welche der Unternehmensbewertung zu Grunde zu legen ist. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist zu untersuchen, ob die geplanten finanziellen Überschüsse Erwartungswerte darstellen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 53; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.22).

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5).

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die Planung rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15, 19 ff. gegeben.

Die Beurteilung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der SLM-Gruppe sowie unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen und zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch das Management vorgenommen.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff., unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Einordnung gegeben.

Die Gesellschaft geht ausgehend vom Jahr 2022 von einer sehr deutlichen Ausweitung der Umsatzerlöse mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 32,4 % bis zum Jahr 2027 aus. Die geplante durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt deutlich über der von externen Marktbeobachtern prognostizierten Marktentwicklung für den relevanten Markt und impliziert somit deutliche Marktanteilszuwächse. Gleichzeitig wird auf der Ebene des operativen Ergebnisses von einer sehr deutlichen Margenverbesserung ausgegangen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft aus einer Verlusthistorie kommt; das EBIT soll im Jahr 2024 positiv ausfallen und anschließend sehr deutlich ansteigen. Insgesamt soll im Zeitraum von 2022 bis 2027 ein EBIT-Anstieg in Höhe von rund TEUR 120.653 erreicht werden, was einem Anteil von 37 % des geplanten Umsatzanstiegs bzw. 114 % der im Jahr 2022 erzielten Umsatzerlöse entspricht.

Als Treiber für den sehr deutlichen Umsatzanstieg sieht die Gesellschaft den Markterfolg der NXG XII 600, von der bislang nur wenige Maschinen veräußert werden konnten. Insofern ist die zukünftige Entwicklung der SLM-Gruppe wesentlich an den Markterfolg dieses Maschinentyps gebunden. Dieser hängt zum einen von der Technologieentwicklung (Zuverlässigkeit der Maschine) sowie von dem Zeitraum des Bestehens tatsächlicher technologischer Vorteile ab.

Die geplante sehr deutliche Verbesserung der operativen Margen soll vor dem Hintergrund eines ständigen Preisdrucks auf der Absatzseite bei gleichzeitiger Konzentration auf wenige wichtige Zulieferer auf der Inputseite erzielt werden.

Im Ergebnis ist die Planungsrechnung stark abhängig von internen wie außerhalb des Einflusses des Managements liegenden externen Erfolgsfaktoren und weist insgesamt einen ambitionierten Charakter auf. Das Erreichen der geplanten Ergebnisse stellt nach unserer Einschätzung eine große unternehmerische Herausforderung dar.

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis haben wir anhand eines integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodells abgeleitet. Die Finanzbedarfsrechnung wurde dabei unter der Berücksichtigung der Ausschüttungspolitik, der Investitionen, sowie der Veränderungen des Nettoumlaufvermögens und der Rückstellungen abgeleitet.

Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2022. Die Ableitung des Zinsergebnisses haben wir ausgehend von den der SLM-Gruppe zur Verfügung stehenden Konditionen vorgenommen.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind finanzielle 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 (vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff.; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10). Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.

Da für das Geschäftsjahr 2022 die Ausschüttung einer Dividende nicht vorgesehen ist, ergeben sich keine Abgrenzungsfragen, auch nicht im Hinblick auf die erst nach dem 31. Dezember 2022 ausgegebenen Aktien.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der SLM-Gruppe wurde unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Stands des Unternehmenssteuerrechts ermittelt.

Die Ertragsteuern berücksichtigen die **Gewerbe- und Körperschaftsteuer** und den **Solidaritätszuschlag** zur Körperschaftsteuer, die auf die inländischen Erträge entfallen, sowie im Ausland anfallende **Unternehmenssteuern**.

Die vor der Übernahme durch die Nikon AM. AG bestehenden sowie danach neu entstandenen steuerlichen Verlustvorträge haben wir integriert bei der Ableitung der erwarteten zu zahlenden Steuern berücksichtigt. Erfolgt eine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert, ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1429).

Den temporären Steuervorteil aus den zum Beginn der ewigen Rente noch zu erwartenden über das nachhaltige Niveau hinausgehenden Abschreibungen haben wir bei der Ermittlung der nachhaltigen Steuern berücksichtigt.

Latente Steuern wurden aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit nicht berücksichtigt.

Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung sind die Planergebnisse von Gesellschaften, an denen – aus Sicht der SLM AG – Minderheiten bzw. Dritte beteiligt sind, vollständig in der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen. Vorliegend sind an Tochtergesellschaften der SLM AG keine Minderheiten beteiligt, so dass sich keine Abgrenzungsfragen ergeben.

d) Übergangsphase und nachhaltiges Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer 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 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 Branchenkennzahlen ergeben (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses werden regelmäßig Ergebnismargen (bspw. EBIT/EBITDA-Margen) herangezogen. Insbesondere bei konjunkturabhängigen, auf Wettbewerbsmärkten tätigen Unternehmen, aber auch grundsätzlich bei Unternehmen, die geschäftsmodell- und/oder rechnungslegungsbedingt schwankende Ergebnisse aufweisen, können margenseitige 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.).

Sollte der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht sein, kann es erforderlich werden eine Übergangsphase zu planen. Abweichungen können sich z. B. – wie hier der Fall – bei Vorliegen von (jungen) Unternehmen in der Wachstumsphase ergeben (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55).

Die Planungsrechnung der SLM-Gruppe bildet ein Wachstum über dem erwarteten Marktwachstum ab, welches durch temporäre Wettbewerbsvorteile aufgrund der derzeit bestehenden technologischen Position erreicht werden soll. Im Hinblick auf die Geschwindigkeit weist die NXG XII 600 aktuell noch ein Alleinstellungsmerkmal auf. Dies ist jedoch nicht dauerhaft zu erwarten.

Von dem Management der SLM AG wurde uns im Rahmen der Bewertungsarbeiten eine Guidance bzw. Einschätzung der Gesellschaft zur Verfügung gestellt, in der die erwartete Entwicklung nach dem Ende des Detailplanungszeitraums dargestellt wird. Demnach wird ab dem Jahr 2028 eine im Zeitablauf deutlich sinkende Wachstumsrate erwartet; langfristig soll mit dem dann erreichten Produktportfolio, das entsprechende Investitionen erfordert, ein beständiges, stabiles Wachstum auf einem deutlich niedrigeren Niveau generiert werden.

Insbesondere im Hinblick auf die NXG XII 600 wird derzeit ein technologischer Wettbewerbsvorteil gesehen, der nach Einschätzung der Gesellschaft noch ein bis drei Jahre vorliegen könnte. Konkurrenzprodukte können dabei nicht nur durch Wettbewerber entstehen, die dieselbe Technologie des Pulverbettschmelzens anwenden und aktuell bereits an Weiterentwicklungen arbeiten, sondern auch durch alternative Technologien, die ebenfalls eine additive Verarbeitung von Metallen erlauben.

Mit dem zunehmenden Angebot von Konkurrenzprodukten, die auch eine der NXG XII 600 entsprechende Produktivität aufweisen, wird auch für dieses Produkt ein zunehmender Wettbewerb und korrespondierend dazu ein Rückgang der Margen erwartet. Zudem wird davon ausgegangen, dass mit der nun einsetzenden und zunehmenden Industrialisierung der Branche der Verkauf an Großkunden – zu entsprechend niedrigeren Margen – zunehmen wird. Langfristig werden eine EBITDA- und eine EBIT-Marge in einer Größenordnung erwartet, die bereits für etablierte Werkzeugmaschinenhersteller beobachtet werden kann.

Zur Plausibilisierung des nach dem Planungszeitraum sowie nachhaltig erwarteten Umsatz- und Ergebnisniveaus der SLM-Gruppe haben wir insbesondere diverse Gespräche mit dem planungsverantwortlichen Management geführt sowie die vergangene und geplante Umsatz- und Margenentwicklung auch auf der Ebene einzelner Maschinenverkäufe analysiert. Darüber hinaus haben wir Marktstudien im Bereich der additiven Fertigung und die Marktentwicklung sowie historische und erwartete Margen für die Peer Group von Werkzeugmaschinenherstellern berücksichtigt. Wir erachten die von der Gesellschaft geäußerte Erwartung eines weiter zunehmenden Wettbewerbs, einer Abschwächung der Wachstumsraten nach dem Planungszeitraum und eines

langfristigen Margenniveaus in der Größenordnung von etablierten Werkzeugmaschinenherstellern für plausibel.

Die Einschätzung der Gesellschaft deckt sich mit der in Marktstudien prognostizierten Entwicklung und zunehmenden Industrialisierung. So soll entsprechend der Prognose von AMPOWER im Jahr 2027 nur noch 16 % der mit additiver Fertigung produzierten Teile auf Prototypen oder Forschung und Entwicklung entfallen. Ferner ist aus den vorliegenden Marktprognosen über verschiedene Zeiträume bereits heute eine langfristige Abschwächung des Wachstums erkennbar (vgl. Abschnitt 2.2. b)). Für die kleineren Maschinen ist bereits heute ein sehr intensiver Wettbewerb zu beobachten.

Auf Basis der uns erteilten Auskünfte, unserer Erkenntnisse über das Geschäftsmodell der SLM-Gruppe und der vorstehenden Erläuterungen haben wir gutachterlich in den Jahren 2028 bis 2034 folgende Umsatzerlöse und EBITDA angesetzt:

	2028 ZJ	2029 ZJ	2030 ZJ	2031 ZJ	2032 ZJ	2033 ZJ	2034 ZJ
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	537.743	656.046	780.695	897.799	996.557	1.076.281	1.140.858
Umsatzwachstumsrate	*25%*	*22%*	*19%*	*15%*	*11%*	*8%*	*6%*
EBITDA	134.436	154.171	171.753	184.049	189.346	188.349	182.537
EBITDA in % der Umsatzerlöse	*25%*	*24%*	*22%*	*21%*	*19%*	*18%*	*16%*

Die Investitionen bzw. Abschreibungen haben wir unter Berücksichtigung der in der Planungsrechnung angesetzten Investitionen sowie der Einschätzungen der Gesellschaft abgeleitet. In der ewigen Rente haben wir die zur Erhaltung des nachhaltigen Umsatzniveaus erforderlichen Investitionen angesetzt und die dazu korrespondierenden Abschreibungen abgeleitet.

Da nach dem Planungszeitraum noch zusätzliche, über das nachhaltige Niveau hinausgehende Abschreibungen zu erwarten sind, haben wir den dazu korrespondierenden Steuervorteil bei der Ermittlung der nachhaltigen Steuern berücksichtigt.

e) Erfolgsrechnung

Zusammengefasst ergibt sich folgende Erfolgsrechnung:

	Detailplanungsphase					Übergangsphase							TV
	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 ÜJ	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ÜJ	2033 ÜJ	2034 ÜJ	2035 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	152.299	207.727	261.611	337.714	430.194	537.743	656.046	780.695	897.799	996.557	1.076.281	1.140.858	1.152.267
Bestandsveränderungen	5.587	5.338	9.036	9.675	11.553								
And. aktiv. Eigenleistungen	8.973	10.768	12.921	15.505	18.606								
Gesamtleistung	166.858	223.832	283.569	362.895	460.354								
Materialaufwand	-72.467	-98.245	-124.016	-160.760	-205.883								
Rohertrag	94.391	125.588	159.553	202.135	254.471								
Personalaufwand	-59.807	-68.778	-79.095	-90.959	-104.603								
Sonst. betr. Aufwendungen	-27.144	-29.859	-32.844	-36.129	-39.742								
EBITDA	7.440	26.951	47.613	75.047	110.126	134.436	154.171	171.753	184.049	189.346	188.349	182.537	184.363
Abschreibungen	-9.022	-10.827	-12.992	-15.590	-18.709	-23.788	-28.672	-33.608	-38.251	-43.488	-49.256	-54.707	-38.859
EBIT	-1.583	16.124	34.621	59.457	91.418	110.648	125.499	138.144	145.798	145.858	139.093	127.830	145.504
Finanzergebnis	-635	-892	-1.185	-1.048	-447	-479	-1.252	-1.640	-1.662	-1.609	-1.364	-890	-615
EBT	-2.218	15.232	33.436	58.409	90.970	110.169	124.246	136.504	144.136	144.249	137.729	126.941	144.889
Ertragsteuern	0	-2.152	-5.472	-9.640	-15.068	-18.274	-21.244	-38.276	-40.934	-40.964	-39.105	-36.027	-40.858
Periodenergebnis	-2.218	13.080	27.964	48.768	75.902	91.894	103.002	98.228	103.202	103.285	98.624	90.914	104.031

f) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Nachhaltige Thesaurierung

Generell sind unterschiedliche Quellen des Wachstums zu bedenken. Dies sind zum einen rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines operativen Wachstums (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie zum anderen rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (inflationsbedingtes Wachstum) – vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 441.

Aufgrund der (fiktiven) Vollausschüttung, d. h. der vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente, ist ein zusätzliches Wachstum aus Erweiterungsinvestitionen nicht bewertungstechnisch im Wachstumsabschlag abzubilden, da andernfalls eine Mehrfachbewertung derselben Ergebnisbestandteile erfolgen würde. Im Gleichgewichtszustand der Rentenphase kann unterstellt werden, dass die Rendite einbehaltener und reinvestierter Beträge den Kapitalkosten entspricht. Mit anderen Worten ist es unter der Annahme kapitalwertneutraler Investitionen unerheblich, ob (a) Beträge reinvestiert werden und über die künftigen Rückflüsse dieser Investitionen wertwirksam werden oder (b) planerisch auf eine Reinvestition dieser Mittel verzichtet wird und sie als Ausschüttung direkt wertwirksam werden. Sofern für Erweiterungsinvestitionen Kapitalwertneutralität angenommen werden kann, müssen diese bewertungstechnisch in der ewigen Rente nicht explizit abgebildet werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses 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 die Ersatzinvestitionen von Anlagegütern einer Inflation unterliegen. Mit anderen Worten wachsen grundsätzlich alle Gewinn- und Verlustpositionen sowie die Posten der Bilanz jährlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate. Eine Ausnahme stellen solche Positionen dar, deren Veränderung entweder nicht zahlungswirksam ist, z. B. aktive oder passive latente Steuern oder für die in der ewigen Rente kein Wachstum zu unterstellen ist, z. B. der historisch erworbene bilanzielle 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 somit grundsätzlich eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum 31. Dezember 2027 zu berücksichtigen (vgl. OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 73 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 39 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 88 f. (BeckRS); OLG München, 11. März 2020, 31 Wx 341/17, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 181 (juris)).

Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung

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 (vgl. 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**.

Die Gewinnverwendungspolitik ist Ausfluss der unternehmerischen Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft (vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS)). Ferner ist es abzulehnen, eine unternehmerische Einzelentscheidung wie die Gewinnverwendungspolitik der Geschäftsführung dahingehend zu überprüfen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt (vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731).

Aufgrund der Höhe des zum 31. Dezember 2022 vorliegenden handelsrechtlichen Verlustvortrags ist auf Basis der Planungsrechnung der Gesellschaft bis zum EBIT und den daraus abgeleiteten Jahresergebnissen eine Ausschüttung von Jahresergebnissen (nach Verlustverrechnung) erst im Jahr 2027 zu erwarten. Da im Planungszeitraum zuvor wesentliche Gewinne erwartet werden, wird für Bewertungszwecke für das Jahr 2027 eine vollständige Ausschüttung des nach Verlustverrechnung verbleibenden Jahresergebnisses und für die Jahre 2028 bis 2029 eine Vollausschüttung der Jahresergebnisse angenommen. Anschließend wird für die Jahre 2030 bis 2034 eine Ausschüttungsquote in Höhe von 80 % bezogen auf den Jahresüberschuss berücksichtigt. Unter Berücksichtigung dieser Ausschüttungsannahmen, der Investitionen, sowie der Veränderungen des Nettoumlaufvermögens und der Rückstellungen ergibt sich nachhaltig für die SLM AG ein relativ geringer Verschuldungsgrad, der in der am Markt für die Peer Group der Werkzeugmaschinenhersteller zu beobachtenden Bandbreite an Verschuldungsraden liegt. Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern.

Aufgrund des bei der SLM AG bestehenden steuerlichen Einlagekontos sind die Ausschüttungen in einem überschaubaren Betrag nicht abgeltungsteuerpflichtig, was wir entsprechend bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt haben.

Im Zeitraum der ewigen Rente kann grundsätzlich angenommen werden, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37). Wir haben hierzu eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt, die in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens liegt (vgl. Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung,

9. Aufl., 2020, S. 117; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 280; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.57, die auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % verweisen; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 53 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 99 (BeckRS) [50 %]; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 99 (BeckRS) [50 %]). Darin wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (vgl. OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13, Tz. 47 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 37 (juris); OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 57 (juris); OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 62 (juris)).

Die im Zeitraum der ewigen Rente nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Veräußerungsgewinnbesteuerung

Seit dem Jahr 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch von der Alternativanlage ab (vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris)).

In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (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 München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19, Tz. 65 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14, Tz. 85 (BeckRS)).

Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der abfindungsinduzierten Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Barabfindung nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses, sondern um die – vorgelagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unterstellt unendlicher Lebensdauer des Unternehmens geht.

Die **zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** in der ewigen Rente werden mit dieser 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; LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS)). 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 Vollauskehrung (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. Solidaritätszuschlag (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 (Hrsg.), 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).

4.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

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.

a) Basiszinssatz

Ausgangspunkt für die Bestimmung des „risikolosen" Basiszinses zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz (vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412).

Als Datenbasis wurden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren 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 Prognose-

unsicherheiten 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 (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.70). Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB (vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955).

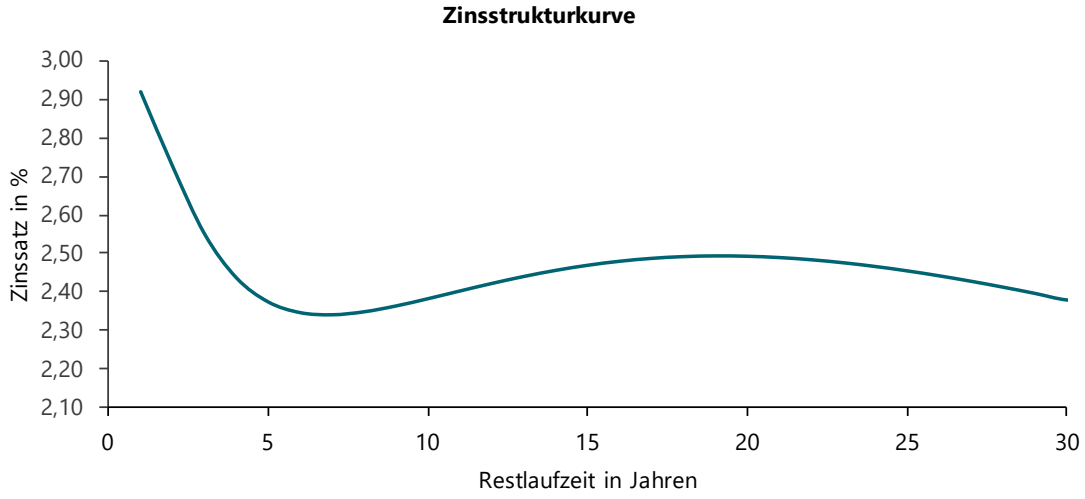
Bei unmittelbarer Verwendung der Zinsstrukturkurve ist der für jedes Jahr geplante finanzielle Überschuss mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz verwendet werden, welcher zum gleichen Ergebnis führt (vgl. OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 50 (BeckRS); OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14, Beschlusstext S. 29; OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 19 (juris)).

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.) ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch zu runden (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS)). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund, ist.

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt (vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556) und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung (vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929). Dem Hinweis, dass damit „präzises Wissen unterdrückt werde" (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 (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 64 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 52 (BeckRS)).

Auf Basis der veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum zum Ende der Bewertungsarbeiten von 27. Februar 2023 bis 26. Mai 2023 ergibt sich ein einheitlicher **Basiszinssatz** von gerundet **2,50 %.**



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung.

Der so ermittelte Basiszinssatz ist um die Abgeltungsteuer einschließlich SolZ von 26,375 % zu vermindern (vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS)).

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 (vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 150 (BeckRS); LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO178/12, Tz 102 (juris); LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 33). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 59 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. April 2019, 26 W 5/17, Tz. 41 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 42 (juris); Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.70). Es ergibt sich aus der Natur einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt und veröffentlicht werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind.

b) 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).

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch persönliche Steuern der Anteilseigner 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. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegt.

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, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris)). 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 (vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 67 (BeckRS); OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS)).

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, Tz. 55 (BeckRS)) 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 (vgl. OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Beschlusstext S. 14; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 23; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS)).

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 im Zeitraum dieser Bandbreitenempfehlung ergangen sind, wurde regelmäßig der **Mittelwert der Bandbreite i. H. v. 5,5 %** als angemessen eingeschätzt (vgl. Ruthardt/Popp, AG

2020, 322, 326 ff.; Popp, Der Konzern 2020, S. 444, 445 f.; LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 95 (BeckRS); OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 64 (BeckRS); OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 27; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 56 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 66 (BeckRS); 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-Holstein, 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).

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, 806-825). Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der aktuellen Erkenntnisse und Analysen die Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert (vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.).

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Seit November 2022 seien tendenziell leicht rückläufige Gesamtrenditen zu beobachten. Unter Würdigung dieser Entwicklungen bei gleichzeitigem Festhalten an der Methodenpluralität sieht der FAUB derzeit in der Gesamtschau (weiterhin) keinen Handlungsbedarf, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen. Der FAUB hält es somit weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren (vgl. Berichterstattung über die 162. Sitzung des FAUB am 30. Januar 2023). Auch in der Sitzung vom 15. März 2023 wurde bestätigt, dass derzeit in der Gesamtschau noch kein Handlungsbedarf gesehen werde, die Empfehlungen anzupassen (vgl. Berichterstattung über die 163. Sitzung des FAUB am 15. März 2023). Ergänzend weisen wir darauf hin, dass der aktuelle Anstieg des

Basiszinssatzes nicht unwesentlich durch Inflationserwartungen getrieben ist und bislang keine wesentliche Erhöhung des realen risikolosen Basiszinssatzes über null Prozent zu beobachten ist.

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, Beschlusstext S. 18). 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/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180).

Im vorliegenden Fall haben wir die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** mit **5,75 %** festgelegt (vgl. dazu LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S.19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS, Tz. 61). Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

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 (vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris)). 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 (vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828).

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.

Aussagekraft der Betafaktoren

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** (z. B. 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.).

In der Rechtsprechung finden sich im Hinblick auf die Geld-Brief-Spanne die im Folgenden aufgeführten Hinweise. Festzuhalten ist, dass selbst wenn das unternehmenseigene Beta statistisch signifikant sein sollte, es bei Vorliegen einer zu hohen Geld-Brief-Spanne nicht aussagekräftig ist (vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 66 (BeckRS)).

In einer Entscheidung des OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 15, wird auf eine Studie des dortigen Sachverständigen verwiesen, nach der für den CDAX bei Geld-Brief-Spannen von rund 1,25 % „regelmäßig nicht mehr" von einer hinreichenden Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne (vgl. auch OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS)).

Nach Auffassung des OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 141 (BeckRS), bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie. Als nicht ausreichend angesehen wurden 1,63 % (vgl. OLG Frankfurt, 13. Januar 2023, 21 W 150/21, Beschlusstext S. 35), 2,37 % (vgl. OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 69 (BeckRS)), 3,4 % (vgl. OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 49 (BeckRS)) oder gar 4,26 % (vgl. LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14, S. 12 (BeckRS)).

Das LG München I sieht die Obergrenze für die Geld-Brief-Spanne bei 1,0 % bis maximal 1,25 % (vgl. LG München I, 30. Mai 2018, 5 HK 10044/16, Tz. 149 (BeckRS); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 4781/15, Tz. 147 (juris)). Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien (vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext, S. 120).

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen" von einzelnen oder mehreren Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die **Prognoseeignung** der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder verzerrende Ereignisse, bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren vorzunehmen. Bei (faktisch) beherrschten Unternehmen wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen (vgl. mit Nachweisen zur Rechtsprechung: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329).

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung 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 Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris)).

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren (vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27). 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 (vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris)). Kurzfristig gemessene Betafaktoren können einerseits durch die Covid 19-Pandemie bzw. die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine beeinflusst sein, da an den Börsen hohe Kursschwankungen zu beobachten sind. Andererseits ist es gerade im aktuellen Umfeld auch geboten, krisenbedingte Veränderungen des Betafaktors zu berücksichtigen, soweit diese aus einer nachhaltigen Veränderung des Geschäftsmodells resultieren (vgl. Castedello/Tschöpel: Auswirkungen von COVID-19 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2020, 914; Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen vom 25. März 2020, Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022).

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta" bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungsformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta". Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung" stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte adjustierte Beta-Definition dar (vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77). Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert. Bei der Adjustierung nach „Vasicek" werden verschuldete Raw Betas umso stärker in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z. B. des Marktdurchschnitts) gewichtet, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410). Auch der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris)). Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen (vgl. BGH, 27. Januar 2015, ENVR 37/13, Tz. 10 (www.bundesgerichtshof.juris)). Nach Auffassung des OLG München ist eine Adjustierung nicht pauschal abzulehnen (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 23 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14, Beschlusstext, S. 84). Im Ergebnis gleicher Ansicht im Hinblick auf die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet (vgl. LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, Beschlusstext S. 112 ff.; gl.A. OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Tz. 15 (BeckRS); OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 60; LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35).

Bereinigung um Kapitalstruktureffekte

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte ist es berufsüblich und in der Rechtsprechung anerkannt, die über Vergangenheitszeiträume zu beobachtenden Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren umzurechnen (so genanntes „**Unlevern**") (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 58 (juris); OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 63 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09, AG 2011, S. 205, 209; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 60 (juris); OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 86 (juris)).

Die Umrechnung erfolgte nach einer Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields (vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 65 (BeckRS)) sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta") (vgl. OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15, Tz. 72 (BeckRS)) auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 103 (BeckRS)).

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist dann der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (so genanntes „**Relevern**").

Originärer Betafaktor der SLM AG

Für börsennotierte Unternehmen wie die SLM AG kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme (hier: beabsichtigter Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags) grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.98; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris)).

Die Bekanntgabe über den Erhalt der Mitteilung zu dem angestrebten verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out erfolgte am 10. Februar 2023. Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir jeweils auf den Tag vor der Bekanntgabe der Absicht die Strukturmaßnahme durchzuführen, d. h. auf den 9. Februar 2023, abgestellt.

Die Ermittlung des eigenen Betafaktors der SLM AG haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, mit einem Analysezeitraum von zwei Jahren sowie wöchentlichen Renditen durchgeführt. Daneben haben wir den Betafaktor für einen Fünfjahreszeitraum bei monatlicher Renditebeobachtung erhoben. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX Index) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt.

Die Ergebnisse dieser Berechnungen werden in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Zeitraum	Intervall	Index	statistisch signif.	Lev. Beta raw	Lev. Beta adj.	Unlev. Beta raw	Unlev. Beta adj.
Zwei Jahre	wöchentlich	Lokaler Index	ja	0,91	0,94	0,89	0,91
		GDUEACWF Index*	nein	0,24	0,50	0,36	0,56
Fünf Jahre	monatlich	Lokaler Index	ja	1,13	1,09	1,06	1,03
		GDUEACWF Index*	ja	1,37	1,24	1,25	1,15

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Ebner Stolz; Bloomberg.

Die dargestellten Betafaktoren sind nicht für alle erhobenen Zeitraum-Intervall-Referenzindex-Kombinationen statistisch signifikant, was ein Indikator für eine mangelnde Aussagekraft der erhobenen originären Betafaktoren sein kann.

Zur weiteren Analyse der Aussagekraft der erhobenen originären Betafaktoren haben wir eine Analyse der Liquidität der Aktien der SLM AG vorgenommen. Bei einer Analyse der durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen der Aktie über die letzten vier Jahre (Jahresscheiben) ergeben sich Werte von etwa bzw. über 1,00 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen somit in einer Größenordnung, für die in der Rechtsprechung von einer eingeschränkten Aussagekraft ausgegangen wird.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen für den Zeitraum von 1. April 2018 bis 31. März 2023 erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht nach Jahresscheiben gegliedert der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das 1. und das 3. Quartil dargestellt:

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben* (Schlusskurs-Methode)					
	1. Jahr	**2. Jahr**	**3. Jahr**	**4. Jahr**	**5. Jahr**
Mittelwert (marktwertgew.)	0,18%	0,15%	0,19%	0,18%	0,17%
Median	1,13%	0,80%	0,93%	1,07%	0,91%
1. Quartil	0,21%	0,16%	0,23%	0,20%	0,23%
3. Quartil	2,48%	2,23%	2,71%	2,73%	2,40%

**Jahresscheiben für den Zeitraum 31.03.2023 - 01.04.2018 (1. Jahr: 31.03.2023 - 01.04.2022)*

Bei einer marktwertgewichteten Mittelwertbildung über alle CDAX-Unternehmen liegt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne zwischen 0,15 % und 0,19 % und somit sehr deutlich unter den für die SLM AG beobachtbaren Werten. Insofern ist auch vor dem Hintergrund dieser ergänzenden Analyse von einer eingeschränkten Liquidität der Aktie und somit eingeschränkten Aussagekraft der erhobenen originären Betafaktoren der SLM AG auszugehen.

Aufgrund des historisch andauernden „Cash-Burn" aus dem operativen Geschäft, war die historische Entwicklung der SLM AG durch ständig erforderliche Finanzierungsmaßnahmen – wie unter anderem die mehrmalige Platzierung von Wandelanleihen sowie Kapitalerhöhungen – gekennzeichnet. Bereits im Jahr 2016 erfolgte ein freiwilliges Übernahmeangebot durch General Electric. Im Jahr 2019 wurde eine 10-prozentige Kapitalerhöhung mitsamt einer Investitionsvereinbarung mit dem US-Hedgefonds Elliott abgeschlossen. Ferner hat die Gesellschaft im Lagebericht 2021 darauf hingewiesen, dass Ereignisse und Gegebenheiten vorliegen, die auf das Bestehen einer wesentlichen Unsicherheit hindeuten, die bedeutsame Zweifel an der Fähigkeit der Gesellschaft und damit des Konzerns zur Fortführung der Unternehmenstätigkeit aufwerfen kann, und ein bestandsgefährdendes Risiko darstellt (vgl. SLM AG, Geschäftsbericht 2021, S. 76). Unter Berücksichtigung dieser historischen Entwicklungen steht zu vermuten, dass die Aktienkursentwicklung der SLM AG bereits seit längerem (auch) durch die ständigen Unsicherheiten im Finanzierungsumfeld bzw. von Übernahmespekulationen beeinflusst ist.

Zusammenfassend kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Aktienrenditen der SLM AG sachlich und zeitlich unverzerrt Veränderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen reflektieren (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 167, sowie die Hinweise zur Literatur und Rechtsprechung oben). Mangels Prognoseeignung scheidet im Ergebnis die Heranziehung des originären Betafaktors der Gesellschaft für Zwecke der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts aus.

Peer Group-Betafaktor

Entsprechend der gängigen Praxis haben wir zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen entspricht der gängigen Praxis und wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris)). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (vgl. OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12), OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43).

Festzuhalten ist, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das in seiner Gesamtheit unmittelbar mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Unterschiede der Peer-Group-Unternehmen ergeben sich aus der singulären Stellung des Bewertungsobjekts und sind unvermeidbar (vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 61 (BeckRS). Daher sind hinsichtlich ihres Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktart, regionaler Abdeckung und Größe vergleichbare Unternehmen zu suchen (vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 112 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 49 (BeckRS)). Gegebenenfalls muss breiter gefächert werden (vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 68 (BeckRS)).

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group haben wir die operative Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der SLM-Gruppe analysiert. Auf dieser Basis haben wir anhand einer Bloomberg-Recherche sowie anhand von Gesprächen mit dem Management die im Abschnitt 2.2. c) beschriebenen vergleichbaren Unternehmen identifiziert (Peer Group additive Fertigung sowie Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller).

Die Aussagekraft der ermittelten originären Betafaktoren haben wir zunächst mittels statistischer Signifikanzkriterien (t-Test) geprüft. Ferner haben wir die Liquidität des Aktienhandels der Peer-Group-Unternehmen im Wesentlichen anhand der Geld-Brief-Spannen und der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina analysiert.

Darstellung der Betafaktoren der Peer Group additive Fertigung

Wir haben die Betafaktoren der Peer Group additive Fertigung sowohl für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl breite (lokale) Landesindizes als auch den globalen MSCI World Total Return Index herangezogen.

Aufgrund einer Vielzahl von öffentlichen Übernahmeangeboten hinsichtlich des Peer-Group-Unternehmens Stratasys Ltd. haben wir dieses Unternehmen bei der Ermittlung der Betafaktoren nicht berücksichtigt. Da ein Großteil der Peer-Group-Unternehmen kürzer als fünf Jahre börsennotiert ist, enthält die Ermittlung für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen lediglich das Peer-Group-Unternehmen 3D Systems Corporation.

Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse der Analyse der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für die Parameterkombinationen im Einzelnen dar.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Desktop Metal Inc.	DWCFT Index	2,15	1,77	2,12	1,74
3D Systems Corp.	DWCFT Index	2,33	1,89	1,98	1,61
Velo3D Inc.	DWCFT Index	2,28	1,85	2,25	1,83
Markforged Holding Corp.	DWCFT Index	1,91	1,61	1,83	1,54
Mittelwert				2,05	1,68
Median				2,05	1,67

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **einem globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Desktop Metal Inc.	GDUEACWF Index*	2,39	1,93	2,35	1,90
3D Systems Corp.	GDUEACWF Index*	2,52	2,01	2,14	1,71
Velo3D Inc.	GDUEACWF Index*	3,20	2,46	3,15	2,43
Markforged Holding Corp.	GDUEACWF Index*	2,34	1,89	2,24	1,81
Mittelwert				2,47	1,96
Median				2,30	1,86

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **einem lokalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Desktop Metal Inc.	DWCFT Index	n/a	n/a	n/a	n/a
3D Systems Corp.	DWCFT Index	1,90	1,60	1,72	1,45
Velo3D Inc.	DWCFT Index	n/a	n/a	n/a	n/a
Markforged Holding Corp.	DWCFT Index	n/a	n/a	n/a	n/a
Mittelwert				1,72	1,45
Median				1,72	1,45

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **einem globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Desktop Metal Inc.	GDUEACWF Index*	n/a	n/a	n/a	n/a
3D Systems Corp.	GDUEACWF Index*	2,26	1,84	2,04	1,66
Velo3D Inc.	GDUEACWF Index*	n/a	n/a	n/a	n/a
Markforged Holding Corp.	GDUEACWF Index*	n/a	n/a	n/a	n/a
Mittelwert				2,04	1,66
Median				2,04	1,66

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse dieser Analyse werden im Folgenden auf Basis der Mittelwerte der Vergleichsunternehmen dargestellt:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre	wöchentlich	Lokale Indizes	2,17	1,78	2,05	1,68
		GDUEACWF Index*	2,61	2,07	2,47	1,96
Fünf Jahre	monatlich	Lokale Indizes	1,90	1,60	1,72	1,45
		GDUEACWF Index*	2,26	1,84	2,04	1,66

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Mittelwerte der Peer-Group-Betafaktoren liegen in einer Bandbreite von unverschuldeten Betafaktoren (Unlevered Beta raw) von 2,04 bis 2,47. Bei Verwendung adjustierter Betafaktoren liegen die Mittelwerte unverschuldeter Betafaktoren zwischen 1,45 und 1,96.

<u>Darstellung der Betafaktoren der Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller</u>

Wir haben die Betafaktoren der Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller sowohl für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl breite (lokale) Landesindizes als auch den globalen MSCI World Total Return Index herangezogen.

Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse der Analyse der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für die Parameterkombinationen im Einzelnen dar. Aufgrund von Liquiditäts- und Signifikanzkriterien ist für das Peer-Group-Unternehmen Tornos Holding AG kein Betafaktor für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen aufgeführt. Für das Peer-Group-Unternehmen Okuma Corporation wird aufgrund von Liquiditäts- und Signifikanzkriterien für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen kein Betafaktor angegeben.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Mikron Holding AG	SSIRT Index	0,71	0,81	1,05	1,21
Sandvik AB	OMXSGI Index	1,19	1,12	1,08	1,03
DMG Mori Co., Ltd.	NDDLJN Index	1,35	1,23	1,20	1,11
Tsugami Corp.	NDDLJN Index	1,81	1,54	2,00	1,70
Mittelwert				1,33	1,26
Median				1,14	1,16

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **einem globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Mikron Holding AG	GDUEACWF Index*	0,50	0,67	0,72	0,99
Sandvik AB	GDUEACWF Index*	1,17	1,11	1,06	1,01
DMG Mori Co., Ltd.	GDUEACWF Index*	0,83	0,89	0,78	0,83
Tsugami Corp.	GDUEACWF Index*	0,91	0,94	0,99	1,03
Mittelwert				0,89	0,96
Median				0,89	1,00

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **einem lokalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Mikron Holding AG	SSIRT Index	1,30	1,20	1,57	1,45
Sandvik AB	OMXSGI Index	1,30	1,20	1,22	1,13
DMG Mori Co., Ltd.	NDDLJN Index	2,06	1,71	1,63	1,38
Tornos Holding AG	SSIRT Index	1,67	1,45	1,82	1,58
Tsugami Corp.	NDDLJN Index	1,59	1,39	1,70	1,49
Mittelwert				1,59	1,41
Median				1,63	1,45

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **einem globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Mikron Holding AG	GDUEACWF Index*	1,11	1,08	1,34	1,30
Sandvik AB	GDUEACWF Index*	1,52	1,34	1,42	1,26
DMG Mori Co., Ltd.	GDUEACWF Index*	1,74	1,49	1,41	1,23
Tornos Holding AG	GDUEACWF Index*	1,46	1,31	1,59	1,42
Tsugami Corp.	GDUEACWF Index*	1,44	1,29	1,54	1,38
Mittelwert				1,46	1,32
Median				1,42	1,30

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse der Analyse werden im Folgenden auf Basis der Mittelwerte der Vergleichsunternehmen dargestellt:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre	wöchentlich	Lokale Indizes	1,26	1,18	1,33	1,26
		GDUEACWF Index*	0,85	0,90	0,89	0,96
Fünf Jahre	monatlich	Lokale Indizes	1,58	1,39	1,59	1,41
		GDUEACWF Index*	1,45	1,30	1,46	1,32

**MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index*

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Mittelwerte der Peer-Group-Betafaktoren liegen in einer Bandbreite von unverschuldeten Betafaktoren (Unlevered Beta raw) von 0,89 bis 1,59. Bei Verwendung adjustierter Betafaktoren liegen die Mittelwerte unverschuldeter Betafaktoren zwischen 0,96 und 1,41.

Gutachterliche Ableitung des unverschuldeten Betafaktors

In einer Gesamtschau haben wir gutachterlich einen **unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,30** angesetzt.

c) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Wir haben diesen mit 1,0 % festgelegt.

Vorab dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

Misst man das Wachstum im Anstieg nomineller Gewinngrößen, so legt die allgemeine Lebenserfahrung es 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 Gewinneinbehaltungen 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** (vgl. Ernst/Thielen/Schneider, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 6. Aufl., 2018, S. 166; Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2003, S. 74) 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 üblich** 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 wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens in der ewigen Rente eine vollständige Auskehrung der erwirtschafteten Nettoeinnahmen (man kann diese auch als Wertbeitrag aus Ausschüttung zuzüglich Wertbeitrag aus Thesaurierung bezeichnen) abgebildet.

Da der Wertbeitrag aus Thesaurierung das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die beim Ertragswertverfahren im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate primär inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische preisbedingte Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Wird alternativ der Wertbeitrag aus Thesaurierung nicht zugerechnet, sondern eine Bewertung nach dem Dividend Discount Model vorgenommen, ergibt sich der wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang (vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357):

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = Zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellen des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

Das zu diskontierende Ergebnis im ersten Rentenjahr beläuft sich auf rund TEUR 79.233, der Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr beträgt rund TEUR 48.574, der Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente liegt bei rund TEUR 934.271 und die nachhaltigen Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag) liegen bei 9,48 %.

Bezogen auf die SLM AG ergibt sich demnach die folgende Gesamtwachstumsrate:

$$w = 9{,}48\ \% - (79.233 - 48.574)\ /\ 934.271 = 6{,}20\ \%$$

Insofern entspricht ein zur Unternehmensbewertung der SLM AG unterstellter Wachstumsabschlag von 1,00 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 6,20 %.

Es ist davon auszugehen, dass die Kapitalmarktrendite einen Ausgleich für die Geldentwertung enthält. Deshalb sind beim Vergleich der Kapitalmarktrendite und der Rendite aus Unternehmensgewinnen die unterschiedlichen Auswirkungen von Inflationseinflüssen zu berücksichtigen. Der in der Kapitalmarktrendite enthaltene Ausgleich für die Geldentwertung folgt mittelfristig weitgehend der Entwicklung der Inflationsrate.

Dies muss bei Unternehmensgewinnen nicht der Fall sein. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei geeigneter Marktposition an die Kunden weitergegeben werden; sie können aber auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht durchsetzbar oder bereits ausgeschöpft sind. Es ist deshalb nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Geldentwertungsrate wachsen. Entscheidend im Rahmen der Unternehmensbewertung ist damit nicht die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate, sondern die unternehmensspezifische effektive Teuerungsrate (vgl. Tschöpel et al., WPg 2010, S. 349, 351).

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszins nach persönlichen Steuern ein so genannter „Wachstumsabschlag" abzuziehen. Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Wachstum für das betrachtete Unternehmen nachhaltig zu erwarten ist.

In dem Planungszeitraum für die Geschäftsjahre 2023 bis 2027 sowie dem sich anschließenden Übergangszeitraum ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Geschäftsjahren der ewigen Rente werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnungen und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die erwartete durchschnittliche Preissteigerung. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	Veränderung
2023	
Untergrenze der Schätzungen	5,6%
Obergrenze der Schätzungen	9,0%
Gewichteter Durchschnitt	6,4%
2024	
Untergrenze der Schätzungen	0,0%
Obergrenze der Schätzungen	7,5%
Gewichteter Durchschnitt	2,9%
2025	
Untergrenze der Schätzungen	0,7%
Obergrenze der Schätzungen	2,7%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	Ø Veränderung
2023	6,2%
2024	3,1%
2025	2,3%
2026	2,1%
2027	2,0%
2028	2,0%

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections	Ø Veränderung
2023	5,3%
2024	2,9%
2025	2,1%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	Inflations-erwartung
10-jährige Staatsanleihen	2,4%
25-jährige Staatsanleihen	2,6%

Quelle: Statistisches Bundesamt, Bloomberg, Internationaler Währungsfonds, Europäische Zentralbank.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre eine rückläufige Entwicklung. Bereits ab dem Jahr 2025 werden deutlich moderatere Inflationsraten prognostiziert. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone nur noch eine leicht über dem Inflationsziel von rund 2,0 % liegende Preissteigerung. Der Internationale Währungsfonds erwartet ab dem Jahr 2027 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von 2,0 %.

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 westdeutscher Industrieunternehmen, unabhängig von Konjunkturzyklen, 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.; gl. A. Baetge et al., Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 409, 514) bestätigt. Schieszl/Bachmann/Amman (Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715) gelangen bei der notwendigen Thesaurierungsbereinigung von Unternehmensgewinnen über den Zeitraum 1972 bis 2011 zu Wachstumsraten zwischen rund 0 % bis 2 %. Damit gelangen die Autoren zu dem Ergebnis, dass historische preisbedingte Wachstumsraten typischerweise unter 2 % lagen. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die zutreffende herrschende Meinung wider (vgl. Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C Tz. 127; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106 (BeckRS); ablehnend zu anderen Studien: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 114 (juris); OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 279 f. (juris)). Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher ist (vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, AG 1992, S. 200, 204). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (vgl. OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Beschlusstext S. 22; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 70 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS)).

Als erster Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich vor dem Hintergrund der oben dargestellten Prognosen mittel- bzw. langfristig eine potenzielle Wachstumsrate von **rund 1,0 %.**

Im Zusammenhang mit der Ermittlung des Wachstumsabschlags ist zu betonen, dass es hierbei primär nicht um die Erhöhung von Umsatzerlösen oder die Erhöhung von Aufwendungen geht, sondern um die Wirkung der preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Inflationsrate auf die Saldogröße finanzieller Überschuss, d. h. das Wachstum der Ergebnisse (vgl. LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, AG 2017, S. 501, 506). Nur diese sind Gegenstand der Ertragswertermittlung. Dabei wird das Management eines Unternehmens versuchen, die unternehmensspezifischen Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten durch höhere Preise auf den Absatzmärkten zu überwälzen (vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61). Bereits dem Grunde nach wird sich das Management hierbei nicht an der konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren (vgl. OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS)), sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Betrachtet man die Quellen des Wachstums der finanziellen Überschüsse im eingeschwungenen Zustand, so sind dies primär Preissteigerungen (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 105 (BeckRS)). Eine Argumentation, die isoliert an Aufwands- oder Erlösgrößen ansetzt, ist somit bereits dem Grunde nach verfehlt.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition der SLM-Gruppe zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums sowie der Übergangsphase nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden (vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris)).

Die SLM-Gruppe ist in den adressierten bzw. adressierbaren Märkten bereits heute einem **intensiven Wettbewerb** ausgesetzt, der sich erwartungsgemäß auch aufgrund der zunehmenden Fortschritte chinesischer Anbieter noch weiter verstärken wird. Gleichzeitig zeichnet sich die aktuelle Situation der SLM-Gruppe durch eine hohe Kunden- und Zuliefererkonzentration aus. Im Hinblick auf verschiedene Modellgrößen liegen bereits aktuell Überkapazitäten im Markt vor. Mittel- bis langfristig wird von einer weiter zunehmenden Preissensitivität der Kunden ausgegangen. Die Gesellschaft geht insofern davon aus, dass Kostensteigerungen nicht in vollem Umfang auf der Preisseite durchgesetzt bzw. überwälzt werden können.

Unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells sowie der Wettbewerbsaussichten der SLM-Gruppe haben wir bei der Bewertung einen **nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,0 %** angesetzt.

d) Ableitung der Kapitalisierungszinssätze

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich somit wie folgt:

	Detailplanungsphase					Übergangsphase							TV
	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 ÜJ	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ÜJ	2033 ÜJ	2034 ÜJ	2035 ff.
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Typisierte Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie n. Einkommensteuer	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Barwerte zu Beginn des Geschäftsjahres	514.826	563.211	616.941	676.236	741.301	803.387	809.792	808.719	830.287	851.051	873.694	900.933	934.271
Verzinsl. Fremdkapital zu Beginn des Gj.	6.311	18.753	27.057	30.700	19.976	2.647	33.464	60.652	62.374	62.291	58.442	43.902	22.889
Verschuldungsgrad	1,23%	3,33%	4,39%	4,54%	2,69%	0,33%	4,13%	7,50%	7,51%	7,32%	6,69%	4,87%	2,45%
Betafaktor verschuldet	1,31	1,34	1,35	1,35	1,33	1,30	1,35	1,39	1,39	1,39	1,38	1,36	1,33
Risikozuschlag	9,40%	9,54%	9,61%	9,62%	9,50%	9,34%	9,59%	9,82%	9,82%	9,81%	9,77%	9,64%	9,48%
Wachstumsrate													-1,00%
Kapitalisierungszinssatz	9,40%	9,54%	9,61%	9,62%	9,50%	9,34%	9,59%	9,82%	9,82%	9,81%	9,77%	9,64%	8,48%

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 Barabfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris); gl.A.: OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 34 (BeckRS)) ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen" Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 33/16, Tz. 44 (BeckRS); OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17, Tz. 28 (BeckRS)).

4.4. Bewertung der SLM AG

a) Ermittlung des Ertragswerts

Die erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und die fiktiv unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen sind wir davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag (1. Januar 2023) geometrisch abgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen der ewigen Rente erfolgte ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, also den Beginn des ersten Planjahres 2023 darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag (vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 631).

Auf der Basis des auf die Aktionäre der SLM AG entfallenden Ergebnisses und unter Anwendung der erläuterten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der SLM AG zum 1. Januar 2023 wie folgt:

	Detailplanungsphase					Übergangsphase							TV
	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 ÜJ	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ÜJ	2033 ÜJ	2034 ÜJ	2035 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Jahresergebnis	-2.218	13.080	27.964	48.768	75.902	91.894	103.002	98.228	103.202	103.285	98.624	90.914	104.031
Innenfinanzierung	2.218	-13.080	-27.964	-48.768	-64.607	0	0	-19.646	-20.640	-20.657	-19.725	-18.183	0
Wachstumsthesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3.441
Auskehrungspotential (1)	0	0	0	0	11.296	91.894	103.002	78.583	82.561	82.628	78.899	72.731	100.590
Wertbeitrag aus Ausschüttung	0	0	0	0	11.296	91.894	103.002	78.583	82.561	82.628	78.899	72.731	52.015
Dividendenbesteuerung (2)	0	0	0	0	-2.979	-23.281	-24.237	-20.726	-21.776	-21.793	-20.810	-19.183	-13.719
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	48.574
Veräußerungsgewinnbest. (3)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-7.638
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	0	0	0	0	8.317	68.614	78.765	57.856	60.786	60.835	58.090	53.548	79.233
Kapitalisierungszinssatz	9,40%	9,54%	9,61%	9,62%	9,50%	9,34%	9,59%	9,82%	9,82%	9,81%	9,77%	9,64%	8,48%
Barwertfaktor	0,9141	0,8345	0,7613	0,6945	0,6343	0,5801	0,5293	0,4820	0,4389	0,3997	0,3641	0,3321	3,9157
Barwerte	0	0	0	0	5.275	39.802	41.691	27.885	26.677	24.313	21.151	17.782	310.251

Ertragswert zum 1. Januar 2023	514.826

b) Kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Nach Auskunft des Vorstands der SLM AG verfügt die Gesellschaft über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von weiterem nicht betriebsnotwendigem Vermögen vor.

c) Unternehmenswert

Zum 13. Juli 2023 ergibt sich für die SLM AG folgender Unternehmenswert:

	TEUR
Ertragswert zum 1. Januar 2023	514.826
Aufzinsungsfaktor	1,0489
Unternehmenswert auf den 13. Juli 2023	540.001
Anzahl der Aktien	31.107.819
Wert je Aktie in EUR auf den 13. Juli 2023	17,36

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der SLM AG zum 13. Juli 2023 beläuft sich auf rund **TEUR 540.001.**

Bezogen auf eine Zahl von 31.107.819 ausstehenden Aktien (eigene Anteile liegen nicht vor) ergibt sich ein **Wert je Aktie** zum 13. Juli 2023 von **EUR 17,36.**

4.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Multiplikatorbewertungen können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. Abschnitt 3.2.e)).

Notwendige Voraussetzung für die Anwendung von Multiplikatorbewertungen ist, dass die Vergleichsgröße sowohl beim Bewertungsobjekt als auch bei den Peer-Group-Unternehmen positive Werte aufweist. Die SLM AG als auch die Peer-Group-Unternehmen weisen derzeit regelmäßig (noch) negative Ergebnisgrößen (EBITDA, EBIT) aus, wodurch die Anwendung von EBITDA- oder EBIT-Multiplikatoren ausscheidet.

Vor diesem Hintergrund haben wir ergänzend zu der Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Rückgriff auf Umsatz-Multiplikatoren vorgenommen (vgl. Löhnert/Böckmann, Multiplikatorverfahren, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019, S. 851). Als Vorteil von Umsatzmultiplikatoren kann angeführt werden, dass der Umsatz als Bezugsgröße gegenüber Ergebnisgrößen weniger stark durch die Rechnungslegung beeinflusst ist (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt G, Tz. 101, S. 370).

Als Vergleichsunternehmen werden die Unternehmen der Peer Group additive Fertigung herangezogen. Zur Ableitung der Multiplikatoren greifen wir auf Analystenschätzungen des Umsatzes zurück. Hinsichtlich des Jahres 2022 wurde auf Ist-Größen zurückgegriffen.

Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Umsatz-Multiplikatoren:

	Umsatz-Multiplikatoren			
	2022	2023e	2024e	2025e
Desktop Metal Inc.	2,77	2,65	2,21	1,86
3D Systems Corporation	2,07	2,04	1,91	1,59
Velo3D Inc.	3,78	2,51	1,83	n/a
Markforged Holding Corporation	0,99	0,94	0,80	0,59
Minimum	0,99	0,94	0,80	0,59
Median	2,42	2,27	1,87	1,59
Mittelwert	2,40	2,03	1,69	1,35
Maximum	3,78	2,65	2,21	1,86

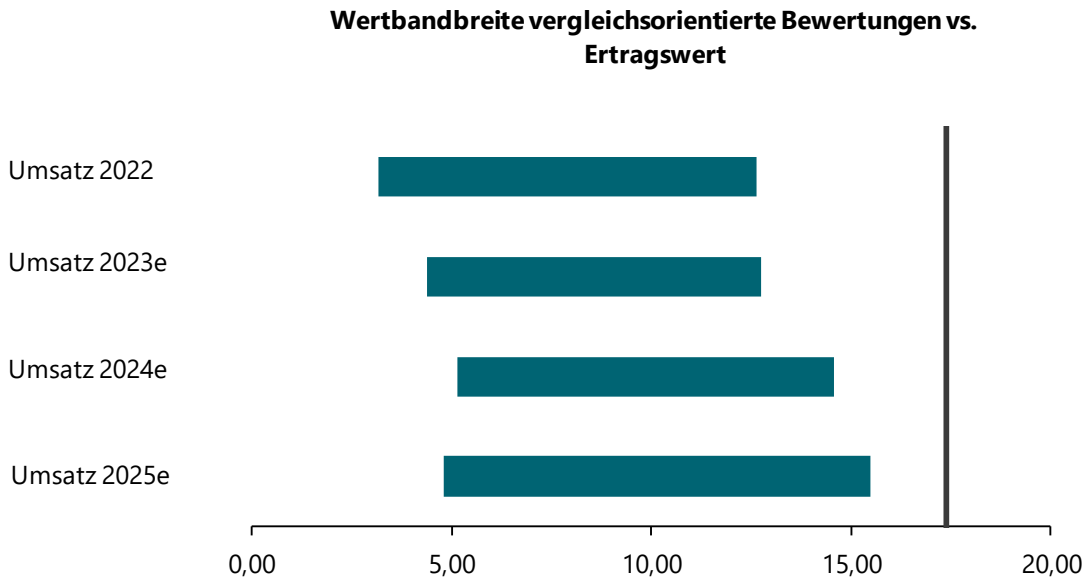
Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

In der nachfolgenden Tabelle sind die Umsatzerlöse dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) des Unternehmens ergeben, aufgezeigt. Bei der Überleitung auf den Marktwert des Eigenkapitals haben wir das verzinsliche Fremdkapital nach Berücksichtigung der im ersten Quartal 2023 erfolgten Rückzahlung bzw. Wandlung der zum 31. Dezember 2022 noch bestehenden Wandelanleihen abgezogen.

	Umsatz-Multiplikatoren			
	2022	2023e	2024e	2025e
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
(Plan)-Umsatz	105.709	152.299	207.727	261.611
Gesamtunternehmenswert - Minimum	104.841	142.519	165.865	155.000
Gesamtunternehmenswert - Median	255.664	345.968	388.620	415.588
Gesamtunternehmenswert - Mittelwert	253.901	309.403	350.722	352.653
Gesamtunternehmenswert - Maximum	399.437	403.158	459.781	487.372
- Summe verzinsliches Fremdkapital	-6.311	-6.311	-6.311	-6.311
Eigenkapitalwert - Minimum	98.530	136.208	159.554	148.689
Eigenkapitalwert - Median	249.353	339.657	382.309	409.277
Eigenkapitalwert - Mittelwert	247.590	303.092	344.411	346.342
Eigenkapitalwert - Maximum	393.126	396.847	453.470	481.061
Anzahl Aktien	31.107.819	31.107.819	31.107.819	31.107.819
Wert je Aktie in EUR - Minimum	3,17	4,38	5,13	4,78
Wert je Aktie in EUR - Median	8,02	10,92	12,29	13,16
Wert je Aktie in EUR - Mittelwert	7,96	9,74	11,07	11,13
Wert je Aktie in EUR - Maximum	12,64	12,76	14,58	15,46

Auf Basis der Umsatz-Multiplikatoren der Peer Group ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie der SLM AG zwischen EUR 3,17 und EUR 15,46. Die Mittelwerte liegen zwischen EUR 7,96 und EUR 11,13 je Aktie.

Grafisch stellen sich die Wertrelationen im Vergleich zum Ertragswert je Aktie wie folgt dar:



Als Ergebnis der vergleichsorientierten Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass keine Hinweise dafür vorliegen, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie zu niedrig bemessen ist.

4.6. Börsenkurs

Beginn und Dauer der Referenzperiode

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der SLM AG untersucht. Für die Ermittlung der Börsenkurse haben wir den Informationsdienstleister Bloomberg als Datenquelle verwendet.

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; BVerfG, ZIP 2007, 175 Rn. 16), 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.

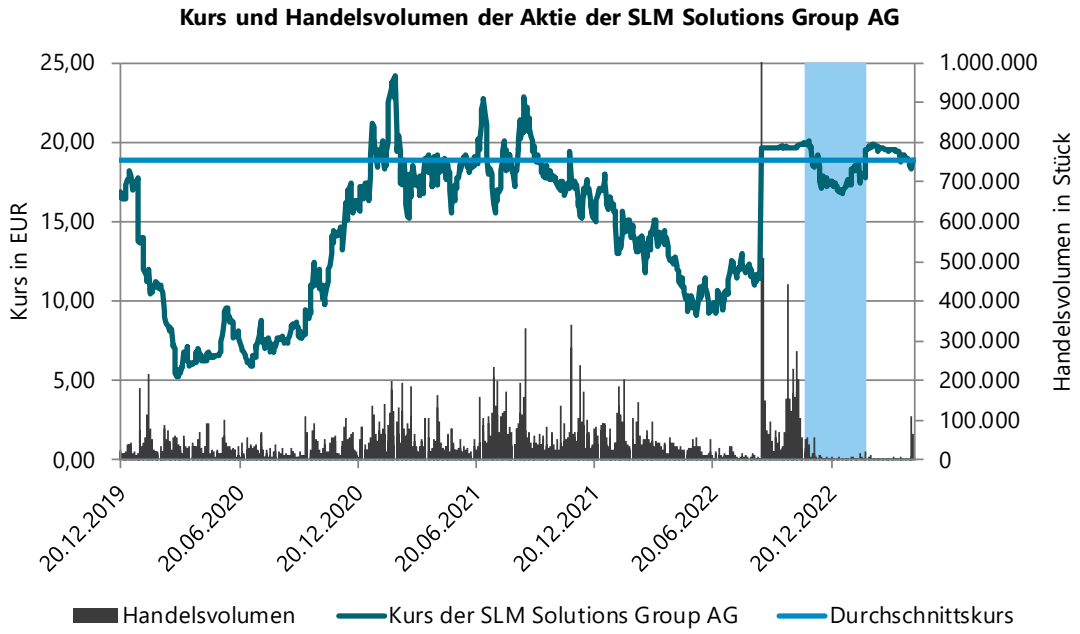
Niederschlag hat diese Auffassung bereits in § 5 Abs. 1 der Angebotsverordnung zum WpÜG gefunden, der bestimmt, dass die im Fall eines Übernahmeangebots angebotene Gegenleistung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots entsprechen muss.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB (vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955).

Wie von der SLM AG taggleich per Ad-Hoc-Mitteilung veröffentlicht wurde, hat die Nikon AM. AG am 10. Februar 2023 gegenüber dem Vorstand der SLM AG ihr Verlangen geäußert, die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der SLM AG gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung im Wege eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs erwerben zu wollen.

Entsprechend der Beschreibung der Vorgehensweise auf der Internetseite der BaFin wird für die Ermittlung des Börsenkurses auf den Dreimonatszeitraum bis zum Tag **vor** der Veröffentlichung der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out durchführen zu wollen, abgestellt. Damit endet der Dreimonatszeitraum am 9. Februar 2023 als letztem Handelstag vor der Bekanntgabe und beginnt am 10. November 2022.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen der SLM AG bis zum Ende der Bewertungsarbeiten sowie den maßgeblichen Dreimonats-Durchschnittskurs. Blau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out durchzuführen. Entsprechend einer Mitteilung der BaFin vom 12. Mai 2023 an Morrison & Foerster LLP, den anwaltlichen Berater der Nikon AM. AG, beträgt der volumengewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs zum 9. Februar 2023 (einschließlich) **EUR 18,89.**



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Art der Durchschnittsbildung und Eignung als Untergrenze der Abfindung

Entsprechend der Vorgabe des BGH (19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632) ist ein nach Umsätzen gewichteter Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode zu ermitteln. Diese Vorgehensweise entspricht der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung (vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 91 (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 146 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 80 (BeckRS); OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 20 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 20 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 26 (BeckRS)).

Bezüglich der Ermittlung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses ist im Regelfall auf den von der BaFin errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen (vgl. OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 26 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 24; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, AG 2011, S. 560, 561; OLG Frankfurt, 3. September 2010, AG 2010, S. 751, 756 f.).

Ausweislich des Schreibens der BaFin vom 12. Mai 2023 beläuft sich der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete Mindestpreis der Aktien der SLM AG zum Stichtag 9. Februar 2023 (einschließlich) auf

EUR 18,89.

Zu Vergleichszwecken haben wir den umsatzgewichteten Börsenkurs anhand der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg ermittelt. Der umsatzgewichtete Durchschnittskurs unter Berücksichtigung der Kursdaten von Bloomberg auf Basis aller zur Verfügung stehenden Handelsplätze in Deutschland (Ticker: AM3D GR Equity) beträgt EUR 18,92. Bei einem Einbezug lediglich des Xetra-Handels (Ticker: AM3D GY Equity) beträgt der umsatzgewichtete Durchschnittskurs EUR 18,95. Die sich ergebenden Werte decken sich somit bis auf kleinere Abweichungen von wenigen Cent mit den Berechnungen der BaFin. Die Abweichungen sind auch im Übrigen nach unserer Einschätzung aus den nachfolgenden Gründen unbeachtlich: Die BaFin ermittelt den Durchschnittskurs entsprechend der gesetzlichen Vorgaben nach § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung i.V.m. § 22 WpHG. Die nach § 22 WpHG gemeldeten Geschäfte beinhalten auch Zwischengeschäfte bei der Abwicklung von Wertpapierorders, die in Abhängigkeit von der Menge der Zwischengeschäfte einen Einfluss auf die Umsatzgewichtung haben können. Der Verordnungsgeber hat in Kenntnis der nach § 22 WpHG zu meldenden Geschäfte in § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung an diese Ermittlung angeknüpft. Der so ermittelte Durchschnittskurs ist sowohl für Übernahme- wie auch Pflichtangebote maßgeblich und gilt indirekt auch als angemessene Gegenleistung beim so genannten übernahmerechtlichen Squeeze Out unter den Voraussetzungen des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG. Auch für die Bestimmung der Barabfindung bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen knüpfen Rechtsprechung und Praxis dementsprechend an diese Methodik an. Unabhängig von der Frage, ob der von der BaFin ermittelte Durchschnittskurs im Einzelfall über oder unter dem auf der Grundlage anderer Datensätze ermittelten Durchschnittskurs liegt, ist nach unserer Auffassung die gesetzgeberische Wertung in § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung auf den Ausschluss von Minderheitsaktionären übertragbar und wir erachten daher den von der BaFin ermittelten Durchschnittskurs für maßgeblich.

Im Ergebnis ist nach unserer Einschätzung vorliegend davon auszugehen, dass der von der BaFin errechnete umsatzgewichtete Durchschnittskurs der SLM AG in Höhe von EUR 18,89 als Untergrenze der Abfindung heranzuziehen ist.

4.7. Sensitivitätsrechnung

Zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf den Wert je Aktie haben wir verschiedene Sensitivitätsrechnungen durchgeführt. Als Parameter haben wir hierzu die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes ausgewählt, da diese Bewertungsparameter den Wert in besonderem Maße beeinflussen.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken der abzufindenden Minderheitsaktionäre dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine angemessene Barabfindung darstellen und somit in einem Widerspruch zu unserem Bewertungsergebnis stehen.

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 Barabfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris); gl. A.: OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 34 (BeckRS)) ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen" Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 33/16, Tz. 44 (BeckRS); OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17, Tz. 28 (BeckRS)).

Basiszinssatz/Wachstumsabschlag-Matrix

Den Basiszinssatz vor Steuern haben wir in einer Bandbreite von 2,0 % bis 3,0 % variiert. Den Wachstumsabschlag haben wir in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Basiszinssatz				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Wachstumsabschlag	0,50%	18,01	17,45	16,92	16,41	15,92
	0,75%	18,26	17,68	17,13	16,61	16,11
	1,00%	18,51	17,92	**17,36**	16,82	16,31
	1,25%	18,79	18,18	17,60	17,04	16,52
	1,50%	19,07	18,45	17,85	17,28	16,73
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes (Wachstumsabschlag= 1,00%)		*6,7%*	*3,2%*	*0,0%*	*-3,1%*	*-6,1%*

Bezogen auf den angesetzten Wachstumsabschlag von 1,0 % führt beispielsweise eine Erhöhung des Basiszinssatzes auf 2,75 % zu einer rechnerischen Verringerung des Werts je Aktie um 3,1 %. Eine Verminderung des Basiszinssatzes auf 2,25 % führt zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um 3,2 %.

Basiszinssatz/Marktrisikoprämien-Matrix

Die Marktrisikoprämie nach Steuern haben wir in einer Bandbreite von 5,25 % bis 6,25 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Marktrisikoprämie				
		5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%
Basiszinssatz	2,00%	20,85	19,63	18,51	17,49	16,55
	2,25%	20,15	18,99	17,92	16,95	16,04
	2,50%	19,48	18,37	**17,36**	16,43	15,57
	2,75%	18,84	17,79	16,82	15,93	15,11
	3,00%	18,23	17,23	16,31	15,46	14,67
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie (Basiszins = 2,50%)		*12,2%*	*5,8%*	*0,0%*	*-5,4%*	*-10,3%*

Betafaktor/Marktrisikoprämien-Matrix

Den unverschuldeten Betafaktor haben wir in einer Bandbreite von 1,2 bis 1,4 variiert.

Wert je Aktie in EUR		**Betafaktor**				
		1,20	**1,25**	**1,30**	**1,35**	**1,40**
Marktrisikoprämie	**5,25%**	21,48	20,44	19,48	18,58	17,74
	5,50%	20,30	19,30	18,37	17,51	16,71
	5,75%	19,21	18,25	**17,36**	16,53	15,76
	6,00%	18,21	17,28	16,43	15,63	14,89
	6,25%	17,28	16,39	15,57	14,80	14,09
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung der Betafaktors (Marktrisikoprämie = 5,75%)		*10,7%*	*5,1%*	*0,0%*	*-4,8%*	*-9,2%*

5. Ergebnis

Die Nikon AM. AG hat uns den Auftrag erteilt, den objektivierten Unternehmenswert der SLM Solutions Group AG unter Beachtung des IDW S 1 i.d.F. 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. sowie die angemessene Barabfindung nach § 327b AktG für den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre (verschmelzungsrechtlicher Squeeze Out) zu ermitteln. Im Sinne der Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 waren wir in der Funktion eines neutralen Gutachters tätig.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der SLM Solutions Group AG zum 13. Juli 2023 beläuft sich auf rund **TEUR 540.001.** Bezogen auf eine Zahl von 31.107.819 ausstehenden Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie zum 13. Juli 2023 von **EUR 17,36.**

Der von der BaFin errechnete und am 12. Mai 2023 mitgeteilte gewichtete Drei-Monats-Durchschnittkurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung zum Stichtag 9. Februar 2023 (einschließlich) beträgt **EUR 18,89.**

Dieser liegt damit über dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten anteiligen Unternehmenswert je Aktie. Die angemessene Barabfindung im Sinne von § 327b AktG beträgt damit **EUR 18,89.**

Wir erstatten diese Stellungnahme nach bestem Wissen auf Grund unserer sorgfältigen Untersuchungen und der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte sowie gestützt auf die Berufsgrundsätze der Wirtschaftsprüfer.

Stuttgart, 30. Mai 2023

Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Digital signiert von
Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer

Digital signiert von
Dr. Fiona Ungemach

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

DokID:

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

Lizensiert für/Licensed to: Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4385435

DokID:

(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.

Lizensiert für/Licensed to: Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4385435