

Prüfungsbericht

Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

zwischen der

First Sensor AG
Berlin

und der

TE Connectivity Sensors Germany Holding AG
Bensheim

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Düsseldorf



Management Summary	Abschnitt	Seite												
Prüfung des Vertrags														
<ul style="list-style-type: none"> Vertrag entspricht gesetzlichen Vorschriften, enthält vorgeschriebene Bestandteile vollständig und richtig (§§ 291 ff. AktG) 	C	9 ff.												
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode														
<ul style="list-style-type: none"> Bewertungsstichtag 26. Mai 2020 (Tag der Hauptversammlung) 	D.IV.2	45 f.												
<ul style="list-style-type: none"> Ermittlung Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode 	D.IV.3	46 f.												
Planung der Gesellschaft														
<ul style="list-style-type: none"> Planungsrechnung von First Sensor für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	D.IV.4.b)	49 f.												
<ul style="list-style-type: none"> Planung der Gesellschaft plausibel und sachgerecht vom Bewertungsgutachter übernommen 	D.IV.4.c)	51 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> Prognose der Gesellschaft sachgerecht um Ergebnisbeiträge der bewertungsrelevanten Synergien ergänzt 	D.IV.4.e)	60 ff.												
Zu kapitalisierende Netto-Einnahmen														
<ul style="list-style-type: none"> Überleitung auf das nachhaltige operative Ergebnis sachgerecht 	D.IV.4.f)	64 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> Netto-Einnahmen fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet 	D.IV.4.g)	67 ff.												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,00%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>1,2</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>8,09%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,87%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,00%	Unverschuldeter Betafaktor	1,2	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	8,09%	Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,87%	D.IV.5	72 ff.
Parameter	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,00%													
Unverschuldeter Betafaktor	1,2													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	8,09%													
Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,87%													
Unternehmenswert														
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert (zum 26. Mai 2020) € 241,8 Mio. 	D.IV.6	96 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert im Vergleich zu einer Marktbewertung anhand von Multiples bzw. zu anderen Vergleichsmaßstäben nicht zu gering 	D.IV.8	99 ff.												
Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich														
<ul style="list-style-type: none"> Anteiliger Unternehmenswert € 23,55 je Stückaktie 	D.IV.9.a)	102 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Barabfindung € 33,27 je Stückaktie 														
<ul style="list-style-type: none"> Barabfindung je Stückaktie € 33,27 angemessen 														
<ul style="list-style-type: none"> Garantiedividende und jährliche Ausgleichszahlung (netto) je Stückaktie € 0,47 angemessen 	D.IV.9.b)	104 ff.												

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung.....	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung.....	7
C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.....	9
D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	16
I. Bewertungsgrundsätze und -methoden.....	16
1. Zukunftserfolgswert	16
2. Liquidationswert und Substanzwert.....	19
3. Vereinfachte Preisfindungen.....	20
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	20
II. Ermittlung einer angemessenen Abfindung und eines angemessenen Ausgleichs.....	21
1. Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG.....	21
2. Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG	22
III. Prüfungsvorgehen	24
IV. Prüfungsfeststellungen	28
1. Bewertungsobjekt.....	28
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	28
b) Wirtschaftliche Grundlagen.....	31
ba) Geschäftstätigkeit.....	31
bb) Markt und Wettbewerb	34
bca) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung.....	34
bcb) Entwicklung der Abnehmermärkte	35
c) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	40
ca) Vermögens- und Finanzlage.....	40
cb) Ertragslage.....	41
cc) Bereinigung der Ertragslage	42
d) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts.....	44
e) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts.....	45
2. Bewertungsstichtag	45
3. Bewertungsmethode.....	46
4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen	47
a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess	47
b) Analyse der Planungstreue.....	49
c) Analyse des geplanten operativen Ergebnisses (EBIT) – Planungsrechnung	51
ca) Übersicht.....	51
cb) Umsatzerlöse	51
cc) Operatives Ergebnis (EBIT).....	55
cd) Gesamtwürdigung	57
d) Ausblick i.R.d. Prognoserechnung.....	58
e) Ergebnisbeiträge der bewertungsrelevanten Synergien	60
f) Nachhaltiges operatives Ergebnis (EBIT)	64
g) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern	67
ga) Cashflow-Anpassungen in der ewigen Rente	67
gb) Finanzergebnis.....	68
gc) Unternehmenssteuern und Ergebnisanteil Minderheiten	69
gd) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuern	70
5. Kapitalisierungszinssatz	72
a) Basiszinssatz	72
b) Risikozuschlag	75
ba) Erfassung des Risikos	75
bb) Marktrisikoprämie.....	77
bc) Betafaktor.....	85
bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	85
bcb) Originärer Betafaktor von First Sensor	88
bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen.....	89
bcd) Betafaktor von First Sensor auf der Grundlage von Vergleichsunter- nehmen	91
c) Wachstumsabschlag	92
d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	96



6.	Ableitung des Unternehmenswerts	96
a)	Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	96
b)	Sonderwerte.....	96
c)	Unternehmenswert.....	97
d)	Vergleich mit dem Liquidationswert	97
e)	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	98
7.	Sensitivitätsanalysen	98
a)	Veränderte Zinskonditionen.....	98
b)	Unternehmensrisiko und Wachstum	98
8.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts.....	99
a)	Vergleichende Marktbewertung	99
b)	Weitere Vergleichsmaßstäbe.....	101
9.	Ableitung von Abfindung und Ausgleich	102
a)	Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG	102
b)	Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG.....	104
E.	Abschließende Erklärung	108

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Berlin – Kammer für Handelssachen 102 – zur Bestellung der gemeinsamen Vertragsprüferin
- Anlage 2** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen First Sensor AG und TE Connectivity Sensors Germany Holding AG zusammen mit der informationshalber als Anlage beigefügten Patronatserklärung der TE Connectivity Ltd.
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen

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

Abkürzungsverzeichnis

%	Prozent
§	Paragraph
€	Euro
\$	US-Dollar
a.a.O.	Am angegebenen Ort
AB	Aktiebolag (schwedische Rechtsform; der AG vergleichbar)
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (Vorläufer des FAUB)
Alt.	Alternative
Americas	Amerika (Nord-, Mittel- und Südamerika; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten)
APAC	Asia-Pacific (Ostasien, Südostasien, Australien und Ozeanien; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten)
Asien	Segment von First Sensor nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen
Ausgleich	Garantiedividende und Ausgleichszahlung
AVT	Aufbau- und Verbindungstechnik
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
Beta raw	Betafaktor ermittelt auf Basis historischer Daten
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach CAPM
Beta unlevered	Betafaktor für ein unverschuldetes Unternehmen
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der First Sensor AG und zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung anlässlich des geplanten Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gemäß § 291 Abs. 1 AktG zwischen TE Connectivity Sensors Germany Holding AG und First Sensor AG zum Bewertungsstichtag 26. Mai 2020
Bewertungsgutachter	PwC
Bewertungsobjekt	First Sensor
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe

BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Brexit	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
BV	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (niederländische Gesellschaftsform; der GmbH vergleichbar)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des BVerfG (Zeitschrift)
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum BVerfG
bzw.	Beziehungsweise
c.p.	Ceteris paribus (unter sonst gleichen Bedingungen)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitester deutscher Aktienindex)
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance Biz (Zeitschrift)
Co.	Compagnie (Hinweis auf mehrere Gesellschafter)
Corp.	Corporation (US-amerikanische oder kanadische Rechtsform; der AG vergleichbar)
DAX	Deutscher Aktienindex
D.C.	District of Columbia
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2020 bis 2022
DACH (-Region)	Deutschland, Österreich, Schweiz und Liechtenstein (Segment von First Sensor nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen)
Distribution Business	Vertrieb von Standardsensoren
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
EBITA	Earnings Before Interest, Taxes and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBT	Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
EMEA	Europe, Middle-East and Africa (Europa, Arabien (Naher Osten) und Afrika; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten)
Est	Einkommensteuer
EU	Europäische Union
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	Folgende (Seite)



FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	Folgende (Seiten)
First Sensor	First Sensor AG, Berlin
First Sensor-Aktie	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie von First Sensor mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 5,00
First Sensor-Konzern	First Sensor gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
FSC	First Sensor Corp., Montreal/Kanada (Standort von First Sensor)
FSD	First Sensor Mobility GmbH, Dresden-Albertstadt (Standort von First Sensor)
FSI	First Sensor Inc., Westlake Village/USA (Standort von First Sensor)
FSK	Klay Instruments BV, Dwingeloo/Niederlande
FSL	First Sensor Lewicki GmbH, Oberdischingen bei Ulm (Standort von First Sensor)
FSM	First Sensor AG, München (Standort von First Sensor)
FSO	First Sensor AG, Berlin-Oberschöneeweide (Standort von First Sensor)
FSP	First Sensor Microelectronic Packaging GmbH, Dresden-Klotsche (Standort von First Sensor)
FSW	First Sensor AG, Berlin-Weißensee (Standort von First Sensor)
FTE	Full Time Equivalent (Vollzeitäquivalent, Vollzeitmitarbeiter)
Gesellschaft	First Sensor
GewSt	Gewerbsteuer
ggf.	Gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Herrschendes Unternehmen	TE Connectivity
HFA	Hauptfachausschuss des IDW
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
i.H.v.	In Höhe von
i.R.d.	Im Rahmen des/der
i.S.d.	Im Sinne des/der
i.V.m.	In Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf



IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008
IDW-FN	IDW Fachnachrichten (Zeitschrift; heute IDW Life)
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
Industrial	Segment von First Sensor
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds, Washington D.C./USA
Kap.	Kapitel
KESt	Kapitalertragsteuer
KFS/BW 1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (Österreich)
KSt	Körperschaftsteuer
LG	Landgericht
LiDAR	Light Detection And Ranging
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
Ltd.	Limited (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
M&A	Mergers and Acquisitions (Transaktionen im Unternehmensbereich)
Medical	Segment von First Sensor
Mehrheitsaktionärin	TE Connectivity
MEMS	Mikro-elektromechanische (s) System (e)
Mio.	Million (en)
Mobility	Segment von First Sensor
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI World	Weltweiter Aktienindex
MüKoAktG	Münchener Kommentar zum AktG, Band 5 (§§ 278-328, SpruchG), 5. Auflage, München 2020
n.a.	Not available (nicht verfügbar) bzw. Angabe nicht sinnvoll
Nordamerika	Segment von First Sensor nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen
Nr.	Nummer
NV	Naamloze vennootschap (belgische/niederländische Gesellschaftsform; der AG vergleichbar)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.g.	Oben genannte (r, n)
OEM	Original Equipment Manufacturer (Originalausrüstungshersteller)
OLG	Oberlandesgericht



p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
PKW	Personenkraftwagen
Planungsrechnung	I.R.d. regulären Planungsprozesses erstellte Planungsrechnung, die die vom Management von First Sensor erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie noch nicht reflektiert
plc	Public limited Company (angelsächsische Rechtsform; der börsennotierten AG vergleichbar)
Prognoserechnung	Ergebnis einer Abweichungsanalyse, deren Zweck es ist, einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2020 zu ermöglichen, in dem die vom Management von First Sensor erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie, die in der Planungsrechnung noch nicht verarbeitet sein konnten, abgebildet sind
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, Zweigniederlassung München
rd.	Rund
REXP	REX-Performanceindex (Deutscher Rentenindex in seiner Ausprägung als Performanceindex)
Rest der Welt	Segment von First Sensor nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA
s.o.	Siehe oben
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme (Rechtsform in französisch-geprägten Rechtsräumen; der AG vergleichbar)
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
sog.	Sogenannt (e, en, er)
Solution Business	Entwicklung und Vertrieb von kundenspezifischen Lösungen
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz – SpruchG)
SVR	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TE-Gruppe	TE Ltd. gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
TE Ltd.	TE Connectivity Ltd., Schaffhausen/Schweiz
TE Connectivity	TE Connectivity Sensors Germany Holding AG, Bensheim
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
u.a.	Unter anderem



Übriges Europa	Segment von First Sensor nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen (Europa ohne DACH)
US	United States (of America)
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
usw.	Und so weiter
v.a.	Vor allem
Vertrag	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen First Sensor AG und TE Connectivity Sensors Germany Holding AG zusammen mit der informationshalber als Anlage beigefügten Patronatserklärung der TE Connectivity Ltd.
Vertragsbericht	Vertragsbericht – Gemeinsamer Bericht des Vorstands der First Sensor AG und des Vorstands der TE Connectivity Sensors Germany Holding AG gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der First Sensor AG und der TE Connectivity Sensors Germany Holding AG – 14. April 2020
Vertragsparteien	First Sensor und TE Connectivity
vgl.	Vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WM	Wertpapier Mitteilungen (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
XETRA	Exchange electronic trading – Börslicher Handelsplatz der Frankfurter Wertpapierbörse
Ytong-Beschluss	Beschluss des BGH vom 21. Juli 2003 (Az. II ZB 17/01)
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis



A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die TE Connectivity Sensors Germany Holding AG, Bensheim,¹ als herrschendes Unternehmen und die **First Sensor AG, Berlin,**²

als beherrschtes Unternehmen haben am 14. April 2020 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG³ abgeschlossen.⁴ Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung⁵ von First Sensor sowie gemäß § 293 Abs. 2 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der HV von TE Connectivity. Der Zustimmungsbeschluss der HV von First Sensor soll auf der ordentlichen HV am 26. Mai 2020 gefasst werden. Der Zustimmungsbeschluss der HV von TE Connectivity soll heute (16. April 2020) gefasst werden.

Den außenstehenden Aktionären einer beherrschten AG ist nach ihrer Wahl ein angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG oder eine angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.⁶

Mit Beschluss vom 22. Januar 2020⁷ hat uns das Landgericht⁸ Berlin – Kammer für Handelssachen 102 – zur gemeinsamen Vertragsprüferin für die Prüfung des beabsichtigten Vertrags selbständig ausgewählt und bestellt.⁹ Wir hatten dem Gericht zuvor bestätigt, dass gesetzliche Ausschlussgründe nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.¹⁰ First Sensor und TE Connectivity haben uns daraufhin mit der Prüfung des Vertrags beauftragt.

Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung. Soweit bestimmte Fragestellungen in gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren typischerweise diskutiert werden, greifen wir diese an geeigneter Stelle auf.

Ausgleich und Abfindung sind grundsätzlich aus dem Unternehmenswert von First Sensor abzuleiten. Die Vertragsparteien haben die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, Zweigniederlassung München,¹¹ beauftragt, die Höhe des objektivierten Unternehmenswerts von First Sensor sowie des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG je Stückaktie von First Sensor¹² zu ermitteln.

PwC hat am 9. April 2020 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der First Sensor AG und zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung anlässlich des geplanten Abschlusses eines Beherrschungs-

¹ „TE Connectivity“, „herrschendes Unternehmen“ oder „Mehrheitsaktionärin“.

² „First Sensor“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG „First Sensor-Konzern“; gemeinsam mit der TE Connectivity „Vertragsparteien“.

³ „BGAV“ (im Allgemeinen).

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

⁵ „HV“.

⁶ §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁷ Az. 102 AR 1/20 AktG; vgl. Anlage 1.

⁸ „LG“.

⁹ §§ 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5, 293d AktG.

¹⁰ § 321 Abs. 4a HGB analog.

¹¹ „PwC“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹² „First Sensor-Aktie“.

und Gewinnabführungsvertrags gemäß § 291 Abs. 1 AktG zwischen TE Connectivity Sensors Germany Holding AG und First Sensor AG zum Bewertungsstichtag 26. Mai 2020¹³ vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ausführungen von PwC inhaltlich vollständig zu eigen.

Der am 14. April 2020 vorgelegte „Vertragsbericht – Gemeinsamer Bericht des Vorstands der First Sensor AG und des Vorstands der TE Connectivity Sensors Germany Holding AG gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der First Sensor AG und der TE Connectivity Sensors Germany Holding AG – 14. April 2020“¹⁴ enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung als dessen Anlage 4.

Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293d, 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisaufnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 23. Januar 2020 aufgenommen und bis heute (16. April 2020), vorwiegend in unserem Büro in Düsseldorf, durchgeführt. Im Verlauf unserer Prüfung lagen Vertragsbericht nebst Vertrag und Bewertungsgutachten bereits vor ihrer Fertigstellung und Zeichnung jeweils in Entwurfsform vor.

Am 25. Februar 2020 hatten wir die Gelegenheit, die Planungsrechnung der Gesellschaft vor Ort in deren Geschäftsräumen in Berlin mit dem bis zum 12. März 2020 amtierenden Finanzvorstand der Gesellschaft und weiteren für die Erstellung der Planungsrechnung verantwortlichen Mitarbeitern von First Sensor zu erörtern.

Im Verlauf der Prüfung haben wir zudem zahlreiche Telefonkonferenzen und bilaterale Telefongespräche geführt. In einer am 30. März 2020 abgehaltenen Telefonkonferenz hat uns der amtierende Finanzvorstand von First Sensor eine erneute Bewertung von Chancen und Risiken der Gesellschaft sowie die auf dieser Grundlage entstandene Prognoserechnung erläutert. Die zugehörigen Analysen sind vorgenommen worden, um einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2020 zu ermöglichen. In der Planungsrechnung von First Sensor konnten die erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie noch nicht verarbeitet sein.

Die uns benannten Auskunftspersonen haben uns im Übrigen u.a. das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung von First Sensor dargelegt und unsere Fragen beantwortet.

Am 14. April 2020 haben wir zudem den Mitgliedern des Aufsichtsrats von First Sensor für Fragen zur Durchführung und zum Ergebnis unserer Prüfung zur Verfügung gestanden.

Gegenstand unserer Prüfung sind der Vertrag¹⁵ und insbesondere die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung.¹⁶

Der Bewertungsgutachter hat angesichts der Vielzahl der zur Verfügung gestellten Dokumente zur Sicherstellung der gebotenen Vertraulichkeit und einer effizienten Durchführung der Bewertungs- und Prü-

¹³ „Bewertungsgutachten“.

¹⁴ „Vertragsbericht“.

¹⁵ § 293b Abs. 1 AktG.

¹⁶ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

fungsarbeiten ein Portal zum Datenaustausch eingerichtet und uns ab dem 3. Februar 2020 einen Zugang dazu verschafft. Daneben haben wir mit den Projektbeteiligten einzelne Dokumente oder Arbeitspapiere über E-Mail-Verkehr ausgetauscht.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Vertragsbericht vom 14. April 2020 einschließlich des als dessen Anlage 2 in Kopie beigefügten Vertrags nebst Patronatserklärung der TE Connectivity Ltd., Schaffhausen/Schweiz,¹⁷ vom 13. April 2020
- Satzung (Fassung vom 24. April 2019) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 11. Februar 2020) von TE Connectivity
- Satzung (Fassung vom 17. Januar 2020) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 5. März 2020) von First Sensor
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats von First Sensor für die Jahre 2017 bis 2019 sowie Beschlussfassung des Aufsichtsrats im Umlaufverfahren vom 11./12./13. Januar 2020 zum vom Vorstand in der Sitzung vom 3. Dezember 2019 vorgestellten Budget für das Geschäftsjahr 2020 und zur Mittelfristplanung für die Jahre 2021 und 2022
- Berichte über die Prüfung der nach den International Financial Reporting Standards,¹⁸ wie sie in der Europäischen Union¹⁹ anzuwenden sind, und den ergänzend nach § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte von First Sensor für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- Berichte über die Prüfung der nach HGB aufgestellten Jahresabschlüsse und Lageberichte von First Sensor für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und Lageberichts
- Konsolidierte, nach den IFRS aufgestellte,²⁰ integrierte Planungsrechnung von First Sensor für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 einschließlich der enthaltenen Aufgliederungen, Nebenrechnungen und zugehörigen Erläuterungen sowie der zum Vergleich enthaltenen entsprechenden Angaben für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019²¹
- I.R.d. laufenden Steuerungs- und Controlling-Prozesse der Gesellschaft aufgestellte Prognoserechnung, die zum Zweck eines Ausblicks für das Geschäftsjahr 2020, in dem auch die vom Management von First Sensor erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie abgebildet sind, erstellt worden ist²²
- Unterlagen, mit denen TE Connectivity Synergiepotenziale identifiziert und überschlägig beziffert hat
- Präsentationen und weitere Unterlagen von First Sensor, die zur Erläuterung des Geschäftsmodells und der Marktpositionierung geeignet sind
- Bewertungsgutachten vom 9. April 2020
- Auszüge aus den Arbeitspapieren von PwC zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, zur Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der betrachteten Vergangenheit einschließlich einer Ergebnisbereinigung und einer Analyse der Planungstreue, zur Analyse der Planungsrechnung, zur Ableitung der zukünftigen Netto-Einnahmen und zur Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis sowie weitere,

¹⁷ „TE Ltd.“; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG „TE-Gruppe“.

¹⁸ „IFRS“.

¹⁹ „EU“.

²⁰ „Planungsrechnung“; vom Vorstand dem Aufsichtsrat in dessen Sitzung vom 3. Dezember 2019 vorgestellt und damit verabschiedet, vom Aufsichtsrat im Wege des schriftlichen Umlaufverfahrens am 11./12./13. Januar 2020 bestätigt und damit genehmigt (Budget 2020) bzw. (billigend) zur Kenntnis genommen (Mittelfristplanung 2021 und 2022).

²¹ Für das Geschäftsjahr 2019 auf Grundlage des Erkenntnisstands zum Zeitpunkt der Erstellung der Planungsrechnung („Forecast 3“). Die Ist-Zahlen einschließlich ihrer Aufgliederung in verschiedene Betrachtungen (z.B. nach Segmenten oder Zielmärkten) haben wir im Verlauf der Fertigstellung des Konzernabschlusses für das Geschäftsjahr 2019 und dessen Prüfung erhalten.

²² „Prognoserechnung“; vom Vorstand am 29. März 2020 erstellt und vom Aufsichtsrat am 14. April 2020 (billigend) zur Kenntnis genommen

für die Bewertung relevante Daten, insbesondere die Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell, sowie eine vergleichende Marktbewertung

- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, insbesondere die im Bewertungsgutachten genannten Marktstudien
- Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main,²³ vom 17. Dezember 2019 zum gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines BGAV gemäß § 5 WpÜG-AngVO für die Aktie von First Sensor (ISIN DE0007201907)

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns v. a. auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC New York City/USA,²⁴ gelieferten Daten gestützt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Stellungnahme des Hauptfachausschusses²⁵ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,²⁶ HFA 6/1988 „Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG“ in sinngemäßer Anwendung²⁷ berücksichtigt und – in unmittelbarer Anwendung – den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008²⁸ beachtet.

Der IDW S 1 ist keine Rechtsnorm und demgemäß insbesondere für Gerichte nicht bindend. Die in ihm enthaltenen Empfehlungen sind Gerichten bei deren Überprüfung der Angemessenheit von Abfindungen aber eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert fundamentalanalytisch ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.²⁹

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

Der Vorstände von First Sensor und TE Connectivity haben uns mit heutigem Datum jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.

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

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

²³ „BaFin“.

²⁴ „S&P Global“.

²⁵ „HFA“.

²⁶ „IDW“.

²⁷ Die Stellungnahme HFA 6/1988 wurde 2013 aufgehoben, ist hinsichtlich der dort enthaltenen Aussagen zu Anforderungen an Prüfungsdurchführung und Berichterstattung sinngemäß aber weiterhin gültig.

²⁸ „IDW S 1“.

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



Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch PwC (9. April 2020) aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.³⁰ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei den Vorständen von First Sensor und TE Connectivity.

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

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (16. April 2020) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von First Sensor über den Abschluss des Vertrags (26. Mai 2020) wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Zeichnung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung des angemessenen Ausgleichs bzw. der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir am Tag der HV von First Sensor Stichtagserklärungen von den Vertragsparteien einholen.

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

Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden HV von First Sensor³¹ und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³²

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

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

³¹ Einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft oder für sonstige Veröffentlichungen, Auslagen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der HV.

³² Auch in sich etwa der HV anschließenden Gerichtsverfahren.



Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

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

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

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

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

Der sachverständige Prüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten.³³ Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind.³⁴

³³ § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

³⁴ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.



Des Weiteren ist im Bericht anzugeben,³⁵

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

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

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

³⁵ § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

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

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Vertrag genannt und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern von First Sensor und TE Connectivity.

Leitung (§ 1 des Vertrags)

First Sensor unterstellt TE Connectivity die Leitung ihrer Gesellschaft.³⁶ Dementsprechend ist TE Connectivity berechtigt, dem Vorstand von First Sensor in Bezug auf die Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen – namentlich auch in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses von First Sensor – zu erteilen.³⁷ Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags.³⁸

Der Vorstand von First Sensor ist verpflichtet, die Weisungen von TE Connectivity nach § 1 Abs. 1 des Vertrags und in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.³⁹

Aus Gründen der Rechtssicherheit regelt der Vertrag, dass Weisungen der Textform bedürfen oder – sofern sie mündlich erteilt werden – unverzüglich in Textform zu bestätigen sind, sofern der Vorstand von First Sensor dies verlangt.⁴⁰

Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags stehen mit den gesetzlichen Vorgaben⁴¹ in Einklang.

Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)

First Sensor verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an TE Connectivity abzuführen.⁴² Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.⁴³

Abzuführen ist – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen⁴⁴ der gemäß § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag.⁴⁵ Das ist nach derzeitigem Recht höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.⁴⁶

³⁶ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

³⁷ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 2 und 3 des Vertrags.

³⁸ Vgl. § 1 Abs. 3 des Vertrags.

³⁹ Vgl. § 1 Abs. 2 des Vertrags.

⁴⁰ Vgl. § 1 Abs. 4 des Vertrags.

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

⁴² Vgl. § 2 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁴³ § 291 Abs. 1, 2. Alt. AktG.

⁴⁴ Vgl. § 2 Abs. 2 des Vertrags.

⁴⁵ Vgl. § 2 Abs. 1 Satz 2 des Vertrags.

⁴⁶ § 301 Satz 1 AktG.



First Sensor kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung von TE Connectivity Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.⁴⁷ Derart gebildete Rücklagen können auf Verlangen von TE Connectivity wieder aufgelöst und entweder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet oder als Gewinn abgeführt werden.⁴⁸ Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, dürfen weder zur Gewinnabführung noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.⁴⁹

Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für das am 1. Januar 2021 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr, in dem der Vertrag mit Eintragung in das Handelsregister von First Sensor wirksam wird und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahrs von First Sensor.⁵⁰ Sie wird jeweils innerhalb von zwei Wochen nach Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von First Sensor fällig.⁵¹

Die Regelungen zur Gewinnabführung stehen mit den gesetzlichen Vorgaben⁵² bzw. der dazu ergangenen Rechtsprechung in Einklang. Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)

Die Vorschrift des § 302 AktG ist in ihrer Gesamtheit in der jeweils geltenden Fassung anzuwenden.⁵³ Nach der derzeit gültigen Fassung des § 302 Abs. 1 AktG ist TE Connectivity zur Verlustübernahme verpflichtet, indem sie jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen hat, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beiträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das am 1. Januar 2020 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr, in dem der Vertrag mit Eintragung in das Handelsregister von First Sensor wirksam wird und erstreckt sich auf den gesamten Fehlbetrag des dann laufenden Geschäftsjahrs von First Sensor.⁵⁴ Die Verpflichtung zum Verlustausgleich durch TE Connectivity wird jeweils zum Ende eines Geschäftsjahrs von First Sensor fällig.⁵⁵ Für den Fall einer unterjährigen Beendigung des Vertrags ist der Verlustausgleich auf Grundlage einer Stichtagsbilanz zu ermitteln.⁵⁶

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

⁴⁷ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁴⁸ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁴⁹ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags.

⁵⁰ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁵¹ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

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

⁵³ Vgl. § 3 Abs. 1 des Vertrags.

⁵⁴ Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁵⁵ Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁶ Vgl. § 3 Abs. 3 des Vertrags.

Garantiedividende und Ausgleichszahlung (§ 4 des Vertrags)

TE Connectivity garantiert den außenstehenden Aktionären von First Sensor für das Geschäftsjahr 2020 von First Sensor die Zahlung eines bestimmten Gewinnanteils gemäß § 4 Abs. 3 des Vertrags als angemessenen Ausgleich („Garantiedividende“).⁵⁷ Soweit die für das Geschäftsjahr 2020 von First Sensor gezahlte Dividende (einschließlich von Abschlagszahlungen) je First Sensor-Aktie hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird TE Connectivity jedem außenstehenden Aktionär von First Sensor den entsprechenden Differenzbetrag je First Sensor-Aktie zahlen.⁵⁸

TE Connectivity verpflichtet sich ferner, den außenstehenden Aktionären von First Sensor ab dem Geschäftsjahr von First Sensor, für das der Anspruch von TE Connectivity auf Gewinnabführung wirksam wird, für die Dauer des Vertrags als angemessenen Ausgleich eine jährlich wiederkehrende Geldleistung („Ausgleichszahlung“) zu zahlen.⁵⁹

Die Garantiedividende und die Ausgleichszahlung betragen für jedes volle Geschäftsjahr von First Sensor für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie von First Sensor mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 5,00 brutto € 0,56 („Brutto-Ausgleichsbetrag“) abzüglich eines etwaigen Betrags für KSt und SolZ in Höhe des jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatzes („Netto-Ausgleichsbetrag“). Dabei ist dieser Abzug nur auf den Teil des Brutto-Ausgleichsbetrags vorzunehmen, der sich auf die der deutschen KSt unterliegenden Gewinne bezieht.⁶⁰

Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses sind für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt) € 0,09 von dem Brutto-Ausgleichsbetrag abzuziehen. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Netto-Ausgleichsbetrag von € 0,47 je First Sensor-Aktie. Klarstellend wird vereinbart, dass von dem Netto-Ausgleichsbetrag ggf. anfallende Quellensteuern (etwa KSt zuzüglich SolZ) entsprechend der gesetzlichen Vorschriften einbehalten werden.⁶¹

Die Gewährung einer Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2020, in dem First Sensor ausschließlich der Beherrschung durch TE Connectivity unterliegt, eine Gewinnabführungsverpflichtung aber noch nicht besteht, entspricht den gesetzlichen Vorschriften für Beherrschungsverträge, in denen nicht auch die Abführung des gesamten Gewinns vereinbart ist.⁶²

Die Gewährung einer Ausgleichszahlung für das Geschäftsjahr 2021 oder dasjenige spätere Geschäftsjahr, in dem der Vertrag mit Eintragung in das Handelsregister von First Sensor wirksam wird, entspricht den gesetzlichen Vorschriften für Gewinnabführungsverträge.⁶³ Von der Möglichkeit, anstelle des festen einen variablen, vom Gewinn des herrschenden Unternehmens abhängigen Ausgleich zu vereinbaren,⁶⁴ wurde nicht Gebrauch gemacht.

⁵⁷ Vgl. § 4 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁵⁸ Vgl. § 4 Abs. 1 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁹ Vgl. § 4 Abs. 2 i.V.m. § 2 Abs. 3 des Vertrags.

⁶⁰ Vgl. § 4 Abs. 3 Satz 1 des Vertrags.

⁶¹ Vgl. § 4 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

⁶² § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG.

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

⁶⁴ § 304 Abs. 2 Satz 2 und 3 AktG.



Hinsichtlich der Ermittlung zur Höhe des Ausgleichs und unserer Prüfung auf Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁶⁵

Ein etwaiger Differenzbetrag zwischen der Garantiedividende und der für das Geschäftsjahr 2020 gezahlten Dividende ist am dritten Bankarbeitstag nach der ordentlichen HV von First Sensor für das Geschäftsjahr 2020 zur Zahlung fällig.⁶⁶ Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag nach der ordentlichen HV von First Sensor für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.⁶⁷ Diese Regelungen sind üblich und sachgerecht, da der Ausgleich in Ergänzung bzw. als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der zu ergänzende bzw. entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.

Die Garantiedividende wird für das Geschäftsjahr 2020 von First Sensor gewährt, wenn der Vertrag im Jahr 2020 wirksam wird. Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das am 1. Januar 2021 beginnende Geschäftsjahr von First Sensor oder dasjenige spätere Geschäftsjahr von First Sensor gewährt, in dem der Vertrag durch Eintragung in das Handelsregister von First Sensor wirksam wird und TE Connectivity einen Anspruch auf Gewinnabführung erlangt.⁶⁸

Er vermindert sich anteilig im Falle der Bildung eines Rumpfgeschäftsjahrs von First Sensor oder im Falle der Beendigung des Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahrs von First Sensor.⁶⁹

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁷⁰ sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur bestätigt.

Sollten Garantiedividende und/oder Ausgleichszahlung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁷¹ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens, soweit gesetzlich vorgesehen.

⁶⁵ Vgl. Abschnitt D, S. 16 ff., insbesondere Abschnitt D.II.2, S 22 ff., und Abschnitt D.IV.9.b), S. 104 ff.

⁶⁶ Vgl. § 4 Abs. 1 Satz 3 des Vertrags.

⁶⁷ Vgl. § 4 Abs. 4 des Vertrags.

⁶⁸ Vgl. § 4 Abs. 5 i.V.m. § 2 Abs. 3 und § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁶⁹ Vgl. § 4 Abs. 6 des Vertrags.

⁷⁰ Vgl. § 4 Abs. 7 des Vertrags.

⁷¹ Vgl. § 4 Abs. 8 des Vertrags.

Abfindung (§ 5 des Vertrags)

TE Connectivity verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs von First Sensor dessen First Sensor-Aktien gegen eine Barabfindung i.H.v. €33,27 je First Sensor-Aktie zu erwerben.⁷²

Da TE Connectivity eine abhängige Gesellschaft i.S.d. § 17 AktG ist und die TE Ltd. als herrschendes bzw. mit Mehrheit an TE Connectivity beteiligtes Unternehmen ihren Sitz in der Schweiz hat, ist die nach § 305 AktG zu gewährende Abfindung als Barabfindung zu gewähren.⁷³

Hinsichtlich der Ermittlung der Höhe der Barabfindung und der Prüfung auf ihre Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁷⁴

Die Verpflichtung von TE Connectivity zum Erwerb der First Sensor-Aktien ist befristet.⁷⁵ Eine Befristung des Abfindungsangebots ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen⁷⁶ stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.⁷⁷

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁷⁸ sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur bestätigt.

Die Übertragung der First Sensor-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre von First Sensor kostenfrei.⁷⁹ Gesetzliche Vorgaben bestehen hier nicht.

Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁸⁰ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens, soweit gesetzlich vorgesehen.

Ein befristetes Veräußerungsrecht im Fall der Kündigung des Vertrags⁸¹ stellt sicher, dass den außenstehenden Aktionären, die das Barabfindungsangebot nicht angenommen haben und in der Gesellschaft verblieben sind, aus der Kündigung keine Nachteile entstehen. In diesem Fall lebt das Barabfindungsangebot über [€33,27]⁸² je Aktie wieder auf. Insoweit wird den Aktionären ein zusätzlicher, über das gesetzlich gebotene Maß hinausgehender Schutz gewährt.

Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, aber auch nicht erforderlich. Demnach gilt die gesetzliche Regelung, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit

⁷² Vgl. § 5 Abs. 1 des Vertrags.

⁷³ § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG.

⁷⁴ Vgl. Abschnitt D, S. 16 ff., insbesondere Abschnitt D.II.1, S. 21, und Abschnitt D.IV.9.a), S. 102 ff.

⁷⁵ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁷⁶ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 2 und 3 des Vertrags.

⁷⁷ § 305 Abs. 4 AktG.

⁷⁸ Vgl. § 5 Abs. 3 des Vertrags.

⁷⁹ Vgl. § 5 Abs. 4 des Vertrags.

⁸⁰ Vgl. § 5 Abs. 5 des Vertrags.

⁸¹ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

⁸² Im Fall der Erhöhung in einem Spruchverfahren oder durch Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens gilt bei Ausübung des Veräußerungsrechts der erhöhte Betrag (vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags).

jährlich 5 %-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.⁸³

Auskunftsrecht (§ 6 des Vertrags)

TE Connectivity werden Auskunftsrechte gewährt und First Sensor Auskunftspflichten auferlegt.⁸⁴

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

Wirksamwerden und Dauer (§ 7 des Vertrags)

In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften⁸⁵ bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung sowohl der HV von First Sensor als auch der HV von TE Connectivity.⁸⁶

Er ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.⁸⁷

Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung⁸⁸ erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister von First Sensor eingetragen worden ist.⁸⁹

Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann schriftlich⁹⁰ mit einer Frist von drei Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahrs ordentlich ausschließlich von TE Connectivity gekündigt werden.⁹¹ Aus steuerlichen Gründen ist eine Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren (60 Monaten) nach Beginn des Geschäftsjahrs, für das die Verpflichtung von First Sensor zur Gewinnabführung wirksam geworden ist, vereinbart.⁹² Aus wichtigem Grund kann der Vertrag von beiden Parteien ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt werden.

Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund⁹³ sind beachtet worden.⁹⁴

Bei einer Beendigung des Vertrags ist den Gläubigern von First Sensor nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.⁹⁵

⁸³ § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG.

⁸⁴ Vgl. § 6 des Vertrags.

⁸⁵ § 293 Abs. 1 und 2 AktG.

⁸⁶ Vgl. § 7 Abs. 1 des Vertrags.

⁸⁷ § 293 Abs. 3 AktG.

⁸⁸ § 294 Abs. 2 AktG.

⁸⁹ Vgl. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁹⁰ Vgl. § 7 Abs. 8 des Vertrags.

⁹¹ Vgl. § 7 Abs. 3 Satz 1 und 3 des Vertrags.

⁹² Vgl. § 7 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

⁹³ § 297 Abs. 1 AktG.

⁹⁴ Vgl. § 7 Abs. 4 bis 6 des Vertrags.

⁹⁵ Vgl. § 7 Abs. 7 des Vertrags.



Patronatserklärung (§ 8 des Vertrags)

TE Connectivity ist eine mittelbare Tochtergesellschaft der TE Ltd.⁹⁶ Letztere hat, ohne dem Vertrag als Vertragspartei beizutreten, mit gesonderter Erklärung vom 13. April 2020 eine Patronatserklärung gegenüber First Sensor abgegeben.⁹⁷

In dieser – dem Vertrag informationshalber als Anlage beigefügten – Patronatserklärung hat sich die TE Ltd. gegenüber First Sensor uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass TE Connectivity in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass TE Connectivity stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag vollständig und fristgemäß zu erfüllen (harte Patronatserklärung).⁹⁸

Die Patronatserklärung der TE Ltd. verschafft First Sensor unmittelbar eine Sicherung der Ansprüche auf Verlustausgleich und den außenstehenden Aktionären mittelbar eine Sicherung ihrer Ansprüche auf Ausgleich und Abfindung.

Ferner steht die TE Ltd. den außenstehenden Aktionären von First Sensor gegenüber unwiderruflich und uneingeschränkt dafür ein, dass TE Connectivity alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag, insbesondere zur Zahlung von Ausgleich und Abfindung, vollständig und fristgemäß erfüllt.⁹⁹

Diese Erklärung der TE Ltd. verschafft den außenstehenden Aktionären einen unmittelbaren Anspruch und dient damit zusätzlich der Sicherung ihrer Ansprüche auf Ausgleich und Abfindung.

Weder Patronatserklärung noch die vorgesehene Haftung gegenüber den außenstehenden Aktionären sind gesetzlich vorgeschrieben. Insoweit gehen die Regelungen zugunsten der außenstehenden Aktionäre über die gesetzlich zum Schutz der außenstehenden Aktionäre geregelten Sicherungsmechanismen hinaus.

Schlussbestimmungen (§ 9 des Vertrags)

Die Schlussbestimmungen entsprechen üblicher Vertragstechnik und sind nicht zu beanstanden.

Prüfungsergebnis

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

⁹⁶ Vgl. § 8 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁹⁷ Vgl. § 8 Abs. 1 Satz 2 des Vertrags.

⁹⁸ Vgl. § 8 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁹⁹ Vgl. § 8 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Bewertungsgrundsätze und -methoden

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

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

Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung ist der Unternehmenswert¹⁰⁰ bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen wie dem Abschluss eines BGAV nach den Grundsätzen des IDW S 1 aus einem objektivierten Unternehmenswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert ergibt sich i.d.R. als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer sog. Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept.

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen der Unternehmenseigner.¹⁰¹ Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.¹⁰² Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.¹⁰³

Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. den Wertansätzen anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.¹⁰⁴

Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung u.a. hinsichtlich Unsicherheit,

¹⁰⁰ Bzw. die grundsätzlich aus ihm abzuleitenden Größen Abfindung und Ausgleich.

¹⁰¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

¹⁰³ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.¹⁰⁵

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.¹⁰⁶

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.¹⁰⁷ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.¹⁰⁸ Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.¹⁰⁹ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

I.R.d. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und ggf. in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. IDW S 1 unterscheidet zwischen echten und unechten Synergien. Echte Synergien betreffen Veränderungen, die ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen aufgrund deren spezifischer Eigenschaften oder infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist, realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte können hingegen mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern umgesetzt werden oder sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar.

Nur die unechten Synergien sind, sofern die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen, bei einer objektivierten Bewertung zu berücksichtigen.¹¹⁰

Bei der Bewertung von Konzernen können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.¹¹¹ Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und

¹⁰⁵ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kap. A, Rz. 210 ff.

¹⁰⁶ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 332.

¹⁰⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

¹⁰⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

¹¹⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

¹¹¹ Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).

Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts¹¹² und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.¹¹³

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase¹¹⁴ eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.¹¹⁵

Für die zweite Phase¹¹⁶ ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel der zweiten Phase wird dabei unterstellt, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.¹¹⁷

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei verfügbaren Netto-Zuflüsse an den Investor bestimmt. Diese Netto-Zuflüsse sind nach den Empfehlungen des IDW unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.¹¹⁸ Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlich.¹¹⁹

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

Im seit dem Jahr 2009 in Deutschland gültigen System der Abgeltungssteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen Nominalsteuersatz von

¹¹² Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

¹¹³ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

¹¹⁴ Die sog. Detailplanungsphase.

¹¹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

¹¹⁶ Die sog. Phase der ewigen Rente.

¹¹⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

¹¹⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

¹¹⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.

26,375 %.¹²⁰ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW¹²¹ ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringen effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen. Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.¹²² Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.

Der zur Ableitung des Barwerts anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.¹²³ Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model¹²⁴ in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikoprämie sind ertragsteuerliche Einflüsse auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

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

2. Liquidationswert und Substanzwert

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

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

¹²⁰ ESt einschließlich SolZ; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

¹²¹ „FAUB“.

¹²² Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007, <https://www.idw.de/blob/41084/2953225b8794b951b3342babf0cb9429/ergebnisbericht-095-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am: 13. Februar 2020.

¹²³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 331.

¹²⁴ „CAPM“.

3. Vereinfachte Preisfindungen

Zur Plausibilisierung der auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer „fundamentalanalytischen“ Unternehmensbewertung treten.¹²⁵

Die Plausibilisierung eines Unternehmenswerts erfolgt nach dieser Vorgehensweise anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen¹²⁶ oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

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

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

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

4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Inwieweit Preise, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens gezahlt hat („Vorerwerbe“), unmittelbar bei der Bestimmung des Unternehmenswerts und der Ableitung einer Abfindung bzw. eines Ausgleichs herangezogen werden können, ist in Rechtsprechung und Literatur umstritten. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.¹²⁷

¹²⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

¹²⁶ „Peers“; gemeinsam „Peer Group“.

¹²⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.



Liegen für Unternehmensanteile Börsenkurse vor, so sind diese zur Plausibilitätsbeurteilung eines fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmens- bzw. Anteilswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹²⁸ Insbesondere wenn nur wenige Aktien im Streubesitz sind und nur geringe Aktienumsätze getätigt werden oder der Börsenkurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, kann aus dem Ergebnis von Einzelumsätzen nicht auf einen allgemein gültigen Verkehrswert des Unternehmens geschlossen werden.

II. Ermittlung einer angemessenen Abfindung und eines angemessenen Ausgleichs

1. Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

Ein BGAV muss u.a. die Verpflichtung des anderen Vertragsteils, das heißt der herrschenden Gesellschaft, enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG).

Nach den Erkenntnissen in Betriebswirtschaftslehre und Rechtsprechung¹²⁹ sowie in der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens grundsätzlich die geeignete Basis zur Ermittlung der Barabfindung nach § 305 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.

Bei der Umrechnung des Unternehmenswerts auf eine Aktie sind eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts¹³⁰ gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts¹³¹ und des BGH¹³² zu börsennotierten Aktiengesellschaften ist der Börsenkurs die Untergrenze einer zu gewährenden Abfindung, wenn dieser den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen. Bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses ist dies nicht der Fall. Stets ist bei Heranziehung des Börsenkurses auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen.

¹²⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

¹²⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.

¹³⁰ Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

¹³¹ „BVerfG“; vgl. Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

¹³² Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

2. Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag in den Fällen, in denen die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinns verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren.¹³³

Als Ausgleichszahlung ist im Regelfall¹³⁴ gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Nach der Rechtsprechung des BGH¹³⁵ wird der Ausgleich durch Verrentung aus dem objektivierten Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag abgeleitet.

Ausgangsgröße für die Ermittlung des Ausgleichs ist nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG grundsätzlich der Ertragswert.¹³⁶ Der Ertragswert bildet die erwarteten und auf den Bewertungsstichtag abgezinsten Zahlungen zwischen Unternehmen und Unternehmenseigentümern ab. Durch eine Verrentung des Ertragswerts wird sichergestellt, dass die periodenspezifisch in unterschiedlicher Höhe erwarteten Zahlungen in einen „durchschnittlichen Gewinnanteil“ umgerechnet werden. Der Verwendung des Ertragswerts steht nicht entgegen, dass der „durchschnittliche Gewinnanteil“ ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen zu ermitteln ist. Zwar werden bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig Thesaurierungen angesetzt. Diese stärken allerdings die Ertragsbasis späterer Jahre, so dass eine Einbehaltung von Gewinnen keine Minderung des durchschnittlich verteilbaren Gewinnanteils darstellt.

Mit dem Ytong-Beschluss hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Brutto-Gewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)KSt in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist.¹³⁷ Als „erwirtschafteter Gewinn“ ist nach Auffassung des BGH der Gewinn vor KSt anzusehen. Anpassungen der KSt haben dementsprechend Anpassungen der zu leistenden Ausgleichszahlung nach KSt zur Folge. Nach Auffassung des BGH verletzt diese Vorgehensweise nicht das Stichtagsprinzip, weil bei der Festsetzung des Ausgleichs der durchschnittlich verteilbare Brutto-Gewinn als feste Größe aus dem objektivierten Wert des Unternehmens abzuleiten sei. Für diesen seien nur die

¹³³ § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG.

¹³⁴ Sofern nicht von der in bestimmten Fällen nach § 304 Abs. 2 Satz 2 AktG bestehenden Möglichkeit, die Ausgleichszahlung aus dem Umtauschverhältnis der Vertragsparteien abzuleiten, Gebrauch gemacht wird.

¹³⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003, Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1745 ff., „Ytong-Beschluss“.

¹³⁶ Vgl. MüKoAktG, van Rossum, § 304, Rz. 77. Das Landgericht Frankfurt am Main hat in einer jüngeren Entscheidung (Beschluss vom 27. Juni 2019, Az. 3-05 O 38/18, NZG 2019, S. 989 ff.) allerdings den Unternehmenswert aus einem durchschnittlichen Börsenkurs und die Ausgleichszahlung ebenfalls auf dieser Grundlage abgeleitet.

¹³⁷ A.a.O.

Organisationsverhältnisse sowie die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des Unternehmens maßgeblich, die am Bewertungsstichtag vorhanden sind, nicht aber der KSt-Tarif.

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

Im Ytong-Beschluss hat der BGH ferner festgestellt, dass das gesondert bewertete Vermögen¹³⁸ bei der Ermittlung des Ausgleichs nicht zu berücksichtigen ist und dass die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen hat.

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

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

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

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

Nach inzwischen wohl überwiegender Auffassung ist es nicht sachgerecht, Sonderwerte bei der Ermittlung des Ausgleichs gänzlich außer Acht zu lassen.¹³⁹ Zumindest Sonderwerte für Sachverhalte, die auch

¹³⁸ Insbesondere das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

¹³⁹ Vgl. MüKoAktG, van Rossum, § 304, Rz. 91.



beim Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hätten berücksichtigt werden können, aus Darstellungsgründen aber gesondert angesetzt worden sind, sind zwingend zu berücksichtigen. Da auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen zum Gewinn des Unternehmens beitragen kann, werden in der Bewertungspraxis regelmäßig auch die Sonderwerte mit in den zu verrentenden Unternehmenswert einbezogen.

III. Prüfungsvorgehen

Die Vertreter von First Sensor bzw. vom Bewertungsgutachter haben uns mündlich wie schriftlich insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit des First Sensor-Konzerns einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse¹⁴⁰
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

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

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

Schwerpunkte unserer Prüfung waren die folgenden Fragestellungen:

- Plausibilität der von der Gesellschaft vorgelegten Prognosen
 - Plausibilität der Planungsrechnung (ohne die erwarteten wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie)
 - Plausibilität der Prognoserechnung (einschließlich der erwarteten wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie)
- Sachgerechte Übernahme der Prognoserechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Netto-Einnahmen
- Stichhaltige Begründung des nachhaltigen operativen Ergebnisses und der nachhaltigen Netto-Einnahmen
- Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
- Identifizierung und ggf. sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie z.B. nicht betriebsnotwendigem Vermögen
- Beurteilung anderer Bewertungsmethoden und Vergleichsmaßstäbe als dem Ertragswert
- Ableitung des Ausgleichs aus dem Unternehmenswert, insbesondere des dabei verwendeten Verrentungszinssatzes

¹⁴⁰ Auch „EBIT“ (Earnings Before Interest and Taxes).

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

Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt eine Grundlage zur Plausibilisierung der Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben wurden und im Bewertungsgutachten auch zutreffend dargestellt sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit¹⁴¹ unter Heranziehung weiterer Aufgliederungen und Erläuterungen analysiert.

Um die Qualität des Planungswesens von First Sensor einschätzen zu können, haben wir uns zunächst den regulären Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht.

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

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2017 bis 2019 erzielten Umsatzerlöse und Aufwendungen bis zum EBIT (Ist) mit den jeweils für sie prognostizierten Werten (Plan) überprüft. Der Vergleich beinhaltet die – im dritten bis vierten Quartal des jeweiligen Vorjahres erstellten – Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr). Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift auf die (bereinigten) Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich) sowie auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Betriebsvergleich) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzahlen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022¹⁴² die weitere Entwicklung von First Sensor mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.

Die von First Sensor vorgelegte Prognoserechnung ist Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts durch den Bewertungsgutachter. Demzufolge haben wir geprüft, ob die Prognoserechnung vollständig und richtig in das Bewertungsmodell übernommen worden ist. Zudem haben wir untersucht, ob das Bewertungsmodell insgesamt methodisch konsistent ist.

¹⁴¹ Geschäftsjahre 2017 bis 2019.

¹⁴² Budget 2020 sowie weitere Planjahre 2021 und 2022; insgesamt „Detailplanungsphase“.

Die Planung der Gesellschaft enthält keine Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss mit der TE Ltd. Der Bewertungsgutachter hat die Prognoserechnung insoweit anhand der Angaben im Übernahmeangebot vom 8. Juli 2019¹⁴³ und ergänzender Erläuterungen durch First Sensor und die TE Ltd. ergänzt und die i.R.d. Bewertung berücksichtigten Synergieeffekte gesondert dargestellt.

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

Da das prognostizierte und um Synergieeffekte ergänzte operative Ergebnis im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2022) nach Auffassung des Bewertungsgutachters nicht dem nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden Ergebnis entspricht, hat er ein nachhaltig für das operative Ergebnis im Durchschnitt zu erwartendes Niveau geschätzt. Unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen hat der Bewertungsgutachter die sich aus einer Nebenrechnung ergebende Annuität für das nachhaltig erzielbare Ergebnis in die Phase der ewigen Rente (2023 ff.) überführt. Wir haben die dabei getroffenen Annahmen und die zugehörigen Berechnungen einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Die Planung der Gesellschaft umfasst nicht die Planung von Ausschüttungen. Der Bewertungsgutachter hat anhand der von der Gesellschaft zusätzlich erteilten Auskünfte zu der beabsichtigten Ausschüttungspolitik eine Ausschüttungsplanung erstellt. In der Fortführungsphase hat der Bewertungsgutachter ein marktdurchschnittliches Ausschüttungsverhalten unterstellt. Wir haben die zugrundeliegenden Überlegungen nachvollzogen und die Berechnungen der sich auf dieser Grundlage ergebenden persönlichen Ertragsteuern und der resultierenden Netto-Einnahmen der Aktionäre verifiziert.

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

PwC hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2019) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden HV von First Sensor (26. Mai 2020), aufgezinst. Wir haben diese Berechnung nachvollzogen.

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

Im Bewertungsgutachten sind Szenariobetrachtungen dargestellt, die alternativ die Auswirkungen eines gegenüber der vorliegenden Bewertung veränderten Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) auf den Unternehmenswert je First Sensor-Aktie bzw. den Netto-Ausgleich je First Sensor-Aktie betrachten. Wir

¹⁴³ Vgl. Abschnitt D.IV.1.a), S. 28 ff.



haben die zugehörigen Berechnungen geprüft. Unsere Darstellung bezieht sich dabei auf die Auswirkungen dieser Änderungen auf den Unternehmenswert. Wir haben zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf zwei weitere zentrale Bewertungsparameter (unverschuldeter Betafaktor und Wachstumsrate) vorgenommen.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von First Sensor überschlägig ermittelt und die dazu vorgenommenen Berechnungen in ihren Grundzügen im Bewertungsgutachten erläutert. Wir haben diese überschlägige Ermittlung methodisch und rechnerisch geprüft.

Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren fundamental ermittelten Unternehmenswert durch eine vergleichende Marktbewertung anhand von Multiplikatoren plausibilisiert. Wir haben seine dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und das Ergebnis ebenfalls einer Würdigung unterzogen. Darüber hinaus haben wir das Bewertungsergebnis auch mit Überlegungen zu weiteren Vergleichsmaßstäben plausibilisiert.

PwC hat den ermittelten Unternehmenswert auf eine First Sensor-Aktie umgerechnet und sich mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie eine mögliche Untergrenze der angemessenen Barabfindung darstellt. Wir haben die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.

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

IV. Prüfungsfeststellungen

1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

First Sensor als Bewertungsobjekt hat ihren Sitz in Berlin und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin-Charlottenburg unter HRB 69326 eingetragen.

Die Satzung von First Sensor wurde zuletzt durch Beschluss des Aufsichtsrats vom 17. Januar 2020 geändert. Diese Änderung betrifft eine Erhöhung des Grundkapitals durch Ausgabe neuer Aktien wegen des Umtauschs von Bezugsrechten aus Aktienoptionen.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung die Entwicklung, Produktion und der Vertrieb im In- und Ausland von Sensorsystemen aller Art sowie von elektronischen Bauelementen und Geräten.¹⁴⁴ Die Gesellschaft ist berechtigt, Zweigniederlassungen im In- und Ausland zu errichten, Unternehmensverträge abzuschließen sowie sich an anderen Unternehmen zu beteiligen. Sie ist darüber hinaus berechtigt, sämtliche Maßnahmen zu ergreifen, die dem Unternehmenszweck zu dienen geeignet sind.

Das Geschäftsjahr von First Sensor entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 51.346.980,00 und ist in 10.269.396 auf den Inhaber lautende, nennwertlose und gattungsgleiche Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 5,00 je Aktie eingeteilt. Nach den Angaben im Vertragsbericht hält First Sensor keine eigenen Aktien.

Der Vorstand von First Sensor ist ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 27. Mai 2020 gegen Bar- oder Sacheinlagen um bis zu € 25.379.150,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2015/I). Das Grundkapital ist darüber hinaus bedingt um bis zu € 190.000,00 (Bedingtes Kapital 2013/I), € 2.600.000,00 (Bedingtes Kapital 2016/II), € 1.200.000,00 (Bedingtes Kapital 2017/I) bzw. € 19.000.000,00 (Bedingtes Kapital 2017/II) zur Gewährung von Optionsrechten erhöht.

Die First Sensor-Aktien (ISIN DE0007201907) sind zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem („XETRA“) der Deutschen Börse AG, Frankfurt am Main, gehandelt werden. Ferner sind die Aktien zum Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart einbezogen und werden über die Tradegate Exchange gehandelt. Die First Sensor-Aktien sind gegenwärtig im Aktienindex CDAX¹⁴⁵ enthalten.

Nach den Angaben im Vertragsbericht hält TE Connectivity zum 13. April 2020 unmittelbar 7.380.905 First Sensor-Aktien. Dies entspricht einem Anteil am ausstehenden Grundkapital der Gesellschaft von rd.

¹⁴⁴ Das Spektrum der von First Sensor angebotenen Produkte erstreckt sich von Sensorchips und -komponenten bis hin zu Produkten der mikroelektronischen Aufbau- und Verbindungstechnik („AVT“), welche die Sensorkomponenten für weiterführende Anwendungen der Kunden integrieren.

¹⁴⁵ Composite DAX (marktbreitester deutscher Aktienindex).



71,87 %. Entsprechend der veröffentlichten Stimmrechtsanteile halten ein weiterer weitere rd. 5,32 % der First Sensor-Aktien. Die übrigen Aktien (rd. 22,81 %) befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Der Erwerb der Beteiligung von TE Connectivity an First Sensor erfolgte durch Abwicklung des am 8. Juli 2019 veröffentlichten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 12. März 2020.

Am 26. Mai 2019 hatte First Sensor im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben, dass die Gesellschaft sich in fortgeschrittenen Verhandlungen mit der TE Ltd. über eine Übernahme befinde. Die vorliegende Interessensbekundung beziffere den indikativen Angebotspreis mit rd. € 28,00 je Aktie. Am 3. Juni 2019 machte First Sensor ad-hoc bekannt, dass am gleichen Tag eine Zusammenschlussvereinbarung (Business Combination Agreement) mit TE Connectivity und der TE Ltd. unterzeichnet worden sei und dass TE Connectivity ihre Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots für sämtliche First Sensor-Aktien zum Angebotspreis von € 28,25 in bar je Aktie bekannt gegeben habe. Verschiedene Aktionäre hätten bereits unwiderruflich zugesagt, ihre Anteile von insgesamt rd. 67 % der ausstehenden Aktien in das Angebot einzureichen. Der Vollzug des Übernahmeangebots sei im Übrigen nicht von einer Mindestannahmeschwelle abhängig, stehe jedoch unter dem Vorbehalt der Erteilung der erforderlichen fusionskontrollrechtlichen und sonstigen behördlichen Freigaben.

Das am 8. Juli 2019 veröffentlichte freiwillige öffentliche Übernahmeangebot enthält zu der künftigen Geschäftstätigkeit und Strategie sowie den dabei denkbaren Synergien folgende Aussagen, die jeweils die Ansicht der TE Connectivity zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage darstellen:

- Erhebliche Stärkung der gemeinsamen Positionierung auf dem Markt für Sensor-Systeme
- Erhebliche Steigerung des Werts beider Gruppen
- Absicht zur Vereinigung des Produktangebots beider Gruppen, um ein umfassenderes Angebot an Sensorlösungen für Kunden aus unterschiedlichsten Branchen zu schaffen
- Absicht zur Nutzung der operativen Größe, des Kundenstamms und der bestehenden Sensor-Expertise der TE-Gruppe zur Erweiterung der vom First Sensor-Konzern angebotenen Lösungen und/oder der internationalen Ausrichtung des First Sensor-Konzerns
- Absicht zur Steigerung des Werts des First Sensor-Konzerns durch Unterstützung bei der Förderung organischen Wachstums, z.B. durch Nutzung der Beziehungen der TE-Gruppe zu Vertriebspartnern weltweit
- Absicht zur Steigerung des Werts des First Sensor-Konzerns durch potenzielle Synergien, etwa i.R.d. Optimierung von Beschaffungsaktivitäten und Produktionsabläufen einerseits sowie andererseits aus Kosteneinsparungen
- Bezifferung der Kostensynergien in dem zusammengeführten Unternehmen auf insgesamt bis zu rd. € 15 Mio. p.a. bis zum Jahr 2022
- Hinweis auf die Vorläufigkeit der von der TE-Gruppe vorgenommenen Schätzungen der Kostensynergien und auf den Vorbehalt einer weiteren Besprechung und Analyse mit dem First Sensor-Konzern, die erst nach Vollzug der Transaktion vorgenommen werden kann

Nach der am 19. September 2019 endenden weiteren Annahmefrist sind infolge des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots 7.380.905 Aktien der Gesellschaft eingereicht worden. Das entspricht 71,87 % des gesamten Grundkapitals und der Stimmrechte von First Sensor zu diesem Zeitpunkt. Der Vollzug hing zu diesem Zeitpunkt noch von außenwirtschaftsrechtlichen Freigaben in Deutschland und den USA ab.



Am 10. Dezember 2019 hat First Sensor im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben, dass TE Connectivity beabsichtigt, einen BGAV mit TE Connectivity als herrschendem Unternehmen und First Sensor als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Die Gespräche über den Abschluss eines BGAV stünden unter dem Vorbehalt des Vollzugs des öffentlichen Übernahmeangebots von TE Connectivity und damit unter den Bedingungen der weiterhin noch ausstehenden außenwirtschaftsrechtlichen Freigaben in Deutschland und den USA.

Die letzte für den Vollzug des Übernahmeangebots erforderliche Freigabe wurde am 5. März 2020 erteilt. Eine zur Hebung erwarteter Synergien erforderliche engere Zusammenarbeit und Leistungsverflechtung zwischen dem First Sensor-Konzern und der TE-Gruppe, als sie zwischen voneinander unabhängigen Wettbewerbern praktiziert wird, war vor dem Vollzug des Übernahmeangebots (12. März 2020) und dem beabsichtigten Abschluss des Vertrags nicht möglich.

Über TE Connectivity und eine Kette weiterer Zwischenholdings ist First Sensor eine Tochtergesellschaft der TE Ltd. Die TE Ltd. ist ein weltweit führendes Technologieunternehmen und Hersteller von Verbindungs- und Sensorlösungen. Die von der TE Ltd. ausgegebenen Aktien werden u.a. an der New York Stock Exchange gehandelt. Die TE-Gruppe ist in den Segmenten „Transportation Solutions“, „Industrial Solutions“ und „Communications Solutions“ tätig. Im Geschäftsjahr 2018/2019 erzielte die TE-Gruppe bei Netto-Umsatzerlösen von \$ 13.448 Mio. einen Jahresüberschuss von \$ 1.844 Mio. Zum 27. September 2019 beschäftigte die TE-Gruppe rd. 78.000 Mitarbeiter.

Als Obergesellschaft des First Sensor-Konzerns erbringt First Sensor – über die an ihren beiden Standorten in Berlin ausgeübten operativen Tätigkeiten hinaus – zentrale Verwaltungs- und Holdingfunktionen innerhalb des First Sensor-Konzerns und ist für die strategische Konzernentwicklung verantwortlich. Die Gesellschaft hält unmittelbare Beteiligungen an drei inländischen und sechs ausländischen Konzerngesellschaften, die jeweils im Konsolidierungskreis enthalten sind. Mit Ausnahme der First Sensor Mobility GmbH, Dresden, und der First Sensor Scandinavia AB, Kungens Kurva/Schweden, für die Anteile von Minderheitsgesellschaftern zu berücksichtigen sind, ist First Sensor alleinige Gesellschafterin der Tochterunternehmen.

Im First Sensor-Konzern sind gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen angedacht. Nach den zutreffenden Ausführungen des Bewertungsgutachters sind diese derzeit noch nicht vollzogen und hätten im Übrigen auch keinen Einfluss auf die Bewertung von First Sensor.

First Sensor ist Organträger einer ertrag- und umsatzsteuerlichen Organschaft mit der First Sensor Micro-electronic Packaging GmbH, Dresden, und der First Sensor Lewicki GmbH, Oberdischingen.

Die Gesellschaft ist bis 2012 steuerlich geprüft. Die Prüfung für die Veranlagungszeiträume 2013 bis 2017 ist noch nicht abgeschlossen. Auskunftsgemäß sind wesentliche Risiken zum Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten nicht erkennbar.

Steuerliche Verlustvorträge sind ausschließlich bei der First Sensor Corp., Montreal/Kanada, vorhanden (31. Dezember 2019: € 1,7 Mio.).



Die Gesellschaft verfügt über ein steuerliches Einlagekonto, welches sich zum 31. Dezember 2019 auf € 19,7 Mio. beläuft. Nach den von uns ohne Beanstandungen nachvollzogenen Berechnungen der Gesellschaft ist eine Verwendung von Teilen des steuerlichen Einlagekontos nur für die Ausschüttungen der in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 prognostizierten Gewinne möglich, da in den übrigen Jahren ein sog. ausschüttbarer Gewinn i.S.d. § 27 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der Abgeltungssteuer unterliegen werden.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

ba) Geschäftstätigkeit

First Sensor wurde im Jahr 1991 als Silicon Sensor GmbH gegründet. Mit dem bei ihrem Börsengang 1999 eingeworbenen Kapital hat die Gesellschaft Wachstumsinvestitionen getätigt. In den Jahren 2000 bis 2010 wuchs das Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette durch den Zukauf von nationalen und internationalen Anbietern im Bereich Sensorik. Im Jahr 2011 hat die Gesellschaft ihre heutige Firmierung erhalten und darüber hinaus weitere Zukäufe zur Stärkung des Vertriebs getätigt. 2015 wurden die Konzernunternehmen unter einer gemeinsamen Dachmarke zusammengeführt.

Der First Sensor-Konzern entwickelt, produziert und vertreibt Sensorchips, Sensorkomponenten, Sensoren und Sensorsysteme im Wachstumsmarkt Sensorik. Die Wertschöpfung des First Sensor-Konzerns ist durch folgende Kernkompetenzen geprägt:

- Design und Herstellung von Sensorchips auf der Basis von Silizium
- Aufbau- und Verbindungstechnik, die zusammen mit Mikrochips für Sensoren und Sensorsysteme benötigt wird

Das Angebot des First Sensor-Konzerns lässt sich generell wie folgt unterteilen:

- Kundenspezifische Lösungen („Solution Business“)
- Standardsensoren („Distribution Business“)
- Ergänzung des Produktportfolios durch weitere Sensoren bzw. komplementäre Produkte von Partnerunternehmen

Die Vertriebsorganisation des First Sensor-Konzerns greift insbesondere hinsichtlich kundenspezifischer Lösungen auf ein auf Märkte und Applikationen spezialisiertes Key-Account-Management zurück. Der Verkauf von Standardlösungen mit hohen Volumina wird von regional ausgerichteten Vertriebsabteilungen übernommen. Die eigene Vertriebsorganisation wird zudem durch ein weltweites Netzwerk von Handelspartnern in zahlreichen Ländern unterstützt.

Die Steuerung der Umsatzerlöse im First Sensor-Konzern erfolgt nach den Zielmärkten „Industrial“, „Medical“ und „Mobility“¹⁴⁶ bzw. nach den Absatzmärkten „DACH“,¹⁴⁷ „Übriges Europa“, „Nordamerika“, „Asien“ und „Rest der Welt“.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Segmente nach der primären Segmentierung i.R.d. Segmentberichterstattung von First Sensor.

¹⁴⁷ Deutschland, Österreich, Schweiz und Liechtenstein.

¹⁴⁸ Segmente nach ergänzenden regionalen Segmentinformationen i.R.d. Segmentberichterstattung von First Sensor.



Das Produktangebot in den einzelnen Zielmärkten lässt sich wie folgt zusammenfassen:¹⁴⁹

- Industrial (53,7 %): Produkte für die sog. Industrie 4.0 (z.B. Sensoren für sog. Smart-Building- oder Factory-Automation-Applikationen), bei denen die Vernetzung von virtuellen und physischen Geräten im sog. Internet der Dinge und Interaktionslösungen für sog. Smart-Cities im Mittelpunkt stehen
- Medical (21,9 %): Sensoren für medizintechnische Anwendungen (z.B. optische Diagnostik oder Beatmungs- und Dialysesysteme), Assistenzsysteme und Lösungen im Bereich Vorsorge und Prävention
- Mobility (24,4 %): Drucksensoren für verbrauchs- und schadstoffarme Verbrennungsmotoren bzw. Hybridfahrzeuge (sog. Green-Mobility) sowie optische Sensoren und Kamerasysteme für teil- und vollautonome Fahrzeuge

Anwendungsfelder für das derzeitige Produktangebot im Zielmarkt Industrial sind im Einzelnen:

- Prozessüberwachung (Füllstandsmessung, laseroptische Ausrichtungssysteme, Filter- und Drucküberwachung, Dichtheitsprüfung)
- Längenmessung (Lasere Entfernungsmesser, Laserscanner/LiDAR,¹⁵⁰ Encoder)
- Strahlung und Sicherheit (Container- und Gepäckscanner, Strahlungsdetektoren)
- Luft- und Raumfahrt (laseroptische Ausrichtungssysteme, Kabinendrucküberwachung, Navigation)
- Smart Building (Filter-, Raumdruck- und Zustandsüberwachung, Volumenstromregler)

Im Zielmarkt Medical ergeben sich die Anwendungsfelder im Einzelnen wie folgt:

- Diagnostik (Blutzuckermessgeräte, Pulsoxymeter, Computertomographen, Gammasonden, Endoskope)
- Dialyse und Infusion (Dialysegeräte, Infusionspumpen)
- Beatmung und Pneumologie (Beatmungsgeräte, Anästhesiegeräte, Schlafdiagnosegeräte, Schlafapnoetherapiegeräte, Spirometer, Sauerstoffkonzentratoren)

Im Zielmarkt Mobility werden im Einzelnen die folgenden Anwendungsfelder adressiert:

- PKWs (Geschwindigkeitsregelung, Tankdichtheits- und Tankdruckprüfung, Temperaturüberwachung, Benzinzufluss-Steuerung, Sonnen- und Regendetektoren, automatische Start-Stopp-Systeme)
- Nutz- und Sonderfahrzeuge (Drucksteuerung, Abstandsüberwachung, Tankdichtheitsprüfung, Fahrerassistenzsysteme)
- Smart Cars (adaptive Tempomaten, Park- und Spurhalteassistenten, Fußgänger- und Verkehrszeichenerkennung, Kollisionsvermeidungssysteme, Tote-Winkel-Erkennungssysteme)

Die gesamten Umsatzerlöse des First Sensor-Konzerns entfallen nach den Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2019 (€ 161,3 Mio.) überwiegend auf die Absatzmärkte DACH (46,8 %, im Wesentlichen Deutschland) und Übriges Europa (24,0 %), während in den Regionen Nordamerika (13,4 %, im Wesentlichen USA), Asien (15,8 %, im Wesentlichen China) bis dato nur geringere Umsatzanteile erzielt werden konnten.

¹⁴⁹ Unter Angabe des Anteils an den gesamten Umsatzerlösen des First Sensor-Konzerns im Geschäftsjahr 2019.

¹⁵⁰ Light detection and ranging.



Der First Sensor-Konzern beschäftigt insgesamt 882 festangestellte Arbeitskräfte,¹⁵¹ 23 Zeitarbeitskräfte und 30 Auszubildende (31. Dezember 2019). Wesentliche Teile von Entwicklung und Produktion werden an den sechs deutschen Standorten durchgeführt. Weitere drei Entwicklungs- und Produktionsstandorte werden in den Niederlanden, den USA und Kanada unterhalten. Darüber hinaus verfügt der First Sensor-Konzern über Vertriebsstandorte in weiteren Ländern und baut derzeit eine Vertriebsorganisation in China auf.

Die Aufgabenschwerpunkte der einzelnen Standorte bzw. Konzernunternehmen des First Sensor-Konzerns lassen sich wie folgt beschreiben:

- First Sensor AG, Berlin-Oberschöneweide (FSO): Hauptsitz mit zentralen Unternehmensbereichen, Solution Business (Siliziumchips auf 4- und 6-Zoll-Wafern für optische Sensoren und Drucksensoren für mikro-elektromechanische Systeme)¹⁵²
- First Sensor Microelectronic Packaging GmbH, Dresden-Klotsche (FSP): Solution Business (Schwerpunkt Aufbau- und Verbindungstechnik; kundenspezifische Miniaturisierung von optischen Sensoren und MEMS-Drucksensoren, Integrated Manufacturing Services (IMS) für das Packaging von mikroelektronischen Produkten)
- First Sensor Mobility GmbH, Dresden-Albertstadt (FSD): Solution Business (Spezialist für die Automobilindustrie, Fokus auf die Vor-Ort-Fertigung von Automotive-Produkten; Druck-, Durchfluss-, optische Sensoren und Systemlösungen)
- First Sensor AG, München (FSM): Distribution Business (Fokus auf Drucksensoren; Anwendungsfelder Beatmung und Pneumologie, Dialyse und Infusion sowie diagnostische Verfahren)
- First Sensor AG, Berlin-Weißensee (FSW): Solution Business (Schwerpunkt Aufbau- und Verbindungstechnik; spezialisiert auf das Packaging von elektronischen Mikrosystemen für Druck- und Durchflusssensoren, optische Sensoren)
- First Sensor Inc., Westlake Village/USA (FSI): Solution Business (Entwicklung und Produktion, schwerpunktmäßig von optischen Sensorlösungen)
- First Sensor Lewicki GmbH, Oberdischingen bei Ulm (FSL): Solution Business (Schwerpunkt Aufbau- und Verbindungstechnik; Spezialist für Hybridschaltungen, elektronische Baugruppen, Leistungselektronik und -halbleiter für Raumflug-High-rel-Schaltungen; Fokus auf Luft- und Raumfahrt, industrielle Sicherheitstechnik, Medizintechnik und Industrieanwendungen)
- Klay Instruments BV, Dwingeloo/Niederlande (FSK): Distribution Business (Fokus auf Prozessindustrie sowie Marine und Schiffsbau; Druck-, Füllstands- und Temperaturtransmitter, Tauchsonden)
- First Sensor Corp., Montreal/Kanada (FSC): Distribution Business (Entwicklung und Produktion; spezialisiert auf Durchfluss- und Niedrigst drucksensoren)

¹⁵¹ Full Time Equivalent („FTE“)

¹⁵² „MEMS“.

bb) Markt und Wettbewerb

Die umfangreichen und nach unserer Auffassung zutreffenden Ausführungen des Bewertungsgutachters im Rahmen seiner Markt- und Wettbewerbsanalyse fokussieren auf die für die Segmente des First Sensor-Konzerns wesentlichen regionalen Absatzmärkte, soweit eine Abgrenzung anhand der verwendeten Marktstudien und sonstigen Informationsquellen entsprechend der Aufgliederung in der Berichterstattung von First Sensor möglich ist. Soweit dies zum jetzigen Zeitpunkt möglich war, hat der Bewertungsgutachter bereits die erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die relevanten Markt- und Wettbewerbsverhältnisse reflektiert. Seine Ausführungen lassen sich wie folgt weiter zusammenfassen:

bca) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Nach den im Oktober 2019 veröffentlichten und im Januar 2020 aktualisierten Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington D.C./USA,¹⁵³ für die Jahre bis 2024 soll das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts¹⁵⁴ auf globaler Ebene im Jahr 2019 bis auf 2,9 % und damit den geringsten Wert seit 2008/2009 zurückgegangen sein. In den Erwartungen für die nachfolgende Entwicklung sind die Folgen der Corona-Pandemie auf das Wirtschaftswachstum weitgehend noch nicht reflektiert.

Auf Grundlage des Kenntnisstands von Januar 2020 prognostiziert der IWF, dass sich das globale Wirtschaftswachstum ab 2020 wieder beschleunigen wird. Mittelfristig (ab 2022) sollen Wachstumsraten auf dem Niveau von 2018 (3,6 %) erzielt werden können. In den für den First Sensor-Konzern wichtigsten Absatzmärkten erwartet der IWF allerdings bereits vor einer dezidierten Berücksichtigung der Folgen der Corona-Pandemie, dass die 2018 erzielten Wachstumsraten auch mittelfristig nicht erreichbar sein werden.

Seinen Prognosen folgend soll dem Einbruch des Wachstums in Deutschland bis auf 0,5 % (2019) aufgrund eines allgemeinen Rückgangs der industriellen Produktion, einer schwächeren Exportnachfrage, einer erhöhten Unsicherheit in der Bevölkerung über zukünftige Entwicklungen, v.a. im Zusammenhang mit dem Brexit,¹⁵⁵ sowie des Rückgangs der Automobilproduktion aufgrund von Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Klimabewegung eine moderate Belebung auf Werte zwischen 1,1 % und 1,4 % folgen. Die weiterhin relevanten wachstumsbegrenzenden Faktoren (relativ geringes Produktivitätswachstum, demographische Herausforderungen und Bedrohung durch weitere Handelskonflikte) lassen erwartungsgemäß allerdings auch mittelfristig eine Wiederholung des 2017 beobachteten Wachstums als nicht erreichbar erscheinen.

Für Europa (EU) prognostiziert der IWF eine weitgehend vergleichbare Entwicklung wie für Deutschland, wobei der Rückgang im Jahr 2019 moderater und die nachfolgende Erholung demzufolge geringer ausfallen sollen. Für die USA und China erwartet der IWF infolge des zwischen diesen Ländern geführten Handelsstreits einen auch mittelfristig substantiellen Rückgang der Wachstumsraten.

In den vorstehend zusammengefassten Prognosen des IWF sind die Folgen der Corona-Pandemie auf das Wirtschaftswachstum noch nicht reflektiert. Der teilweise Stillstand von Produktion und Handel sowie

¹⁵³ „IWF“.

¹⁵⁴ „BIP“.

¹⁵⁵ Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union.



die Reisebeschränkungen werden sich zumindest temporär negativ auf die wirtschaftliche Leistung auswirken. Das Ausmaß der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie ist bisher noch ungewiss. Trotz zahlreicher fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen sind deutlich negative Auswirkungen auf die globale Wirtschaftsentwicklung zu erwarten. Der IWF geht nach einer Pressemitteilung vom 23. März 2020 von einer Rezession der Weltwirtschaft im Jahr 2020 aus.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung¹⁵⁶ beziffert die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Entwicklung des realen BIP im Jahr 2020 in seinem am 22. März 2020 veröffentlichten Sondergutachten mit Einbußen gegenüber seiner vorherigen Prognose i.H.v. weltweit 2,3 Prozentpunkten. Insbesondere Deutschland steht nach der angepassten Prognose für 2020 (Veränderung des realen BIP im Basisszenario i.H.v. -3,1 %) eine erhebliche Rezession bevor. In einem pessimistischeren Szenario prognostiziert der SVR einen Rückgang des realen BIP in Deutschland, der mit 5,7 Prozentpunkten in der Größenordnung des 2009 im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise beobachteten Einbruchs liegt.

Dieser Einbruch der Wirtschaftsleistung wird gemäß dem Sondergutachten des SVR mit einer Verminderung der Inflationsraten einhergehen, was in den Inflationserwartungen des IWF aus Oktober 2019 noch nicht abgebildet ist. Die Prognosen des IWF zeigen an, dass sich die Inflationsraten¹⁵⁷ nach den auf breiter Front erwarteten Rückgängen im Jahr 2019 nachfolgend wieder erhöhen und in Deutschland bzw. Europa (EU) bis 2024 wieder auf das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von knapp 2 % einpendeln sollen. Für die USA wird eine vergleichbare Entwicklung auf etwas höherem Niveau erwartet. In China soll sich der beobachtete Anstieg der Inflationsrate fortsetzen, so dass mittelfristig ein Niveau von rd. 3 % erwartet wird.

bcb) Entwicklung der Abnehmermärkte

Während auf gesamtwirtschaftlicher Ebene inzwischen erste Schätzungen zu den Auswirkungen der Corona-Pandemie vorgelegt worden sind, sind für die Zielmärkte von First Sensor nach unserer Kenntnis bis dato noch keine Marktstudien erstellt worden, in denen die krisenbedingten Veränderungen des Markt- und Wettbewerbsumfelds von First Sensor beziffert werden.

Gleichwohl kann auch ohne eine derartige Bezifferung bereits jetzt festgestellt werden, dass die Unterbrechungen der Zulieferketten und deutliche krisenbedingte Verminderungen der Nachfrage auf den wesentlichen Zielmärkten von First Sensor (Industrial und Mobility) durch eine leicht zunehmende Nachfrage im Zielmarkt Medical bei weitem nicht kompensiert werden können. Darüber hinaus ist im Hinblick auf die Veränderungen der Risikolage von First Sensor infolge der Corona-Pandemie ein temporär erhöhtes Insolvenzrisiko von Kunden anzunehmen.

Die nachfolgende Darstellung der Marktverhältnisse basiert auf Studien aus den Jahren 2018 und 2019 und reflektiert somit nicht die vorstehend angeführten generellen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf das Markt- und Wettbewerbsumfeld von First Sensor.

¹⁵⁶ „SVR“.

¹⁵⁷ Gemessen an der Veränderung des Verbraucherpreisindex im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr.

Zielmarkt Industrial

In dem mit Abstand für First Sensor wichtigsten Zielmarkt Industrial¹⁵⁸ finden Sensoren sowohl in der verfahrenstechnischen Industrie als auch in der diskreten Fertigungsindustrie Anwendung. Industriesensoren sind Geräte, die physikalische Größen in elektrische Signale umwandeln. Nach den zu messenden Größen segmentiert sich der Markt für Industriesensoren wie folgt:

- Bewegungssensoren
- Drucksensoren
- Durchflusssensoren
- Feuchtigkeitssensoren
- Gassensoren
- Näherungssensoren
- Niveausensoren
- Optische Sensoren
- Positionssensoren
- Temperatursensoren

Die erwartete Marktentwicklung im industriellen Sensormarkt wird v.a. von folgenden Faktoren und Trends beeinflusst:

- Generell steigende Nachfrage bei insgesamt sinkenden Preisen
- Insbesondere steigende Nachfrage nach sog. Smart-Fabriken, Industrial-Internet-of-Things-Applikationen und drahtlosen Sensoren in der Prozessindustrie
- Zunehmender Bedarf an Sensoren aufgrund zunehmender Einführung intelligenter Anlagenüberwachungssysteme und des anhaltenden Trends zu vereinfachenden drahtlosen Netzwerken
- Miniaturisierung
- Bandbreitenbegrenzungen
- Kurze Produktlebenszyklen
- Herausforderungen durch neue Regularien und Standards, die zu kostenintensiven Anpassungen von Produkten und Produktionsprozessen führen können
- Konjunkturell bedingte zyklische Schwankungen, insbesondere in den wichtigen Abnehmerindustrien Automobilindustrie und Halbleiterindustrie

Mit einem sich von 7,6 % (2017/2019) auf 8,1 % (2019/2022) beschleunigenden durchschnittlichen Wachstum¹⁵⁹ soll der weltweite industrielle Sensormarkt im Jahr 2022 ein Volumen von rd. \$ 54,1 Mrd. erreichen. Davon entfallen rd. 40 % auf die Region APAC¹⁶⁰ und jeweils rd. 30 % auf die Regionen EMEA¹⁶¹ und Americas.¹⁶²

¹⁵⁸ Im Geschäftsjahr 2019 rd. 54 % Anteil an den gesamten Umsatzerlösen.

¹⁵⁹ CAGR (Compound Annual Growth Rate = geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate).

¹⁶⁰ Asia-Pacific (Ostasien, Südostasien, Australien und Ozeanien; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten).

¹⁶¹ Europe, Middle-East and Africa (Europa, Arabien (Naher Osten) und Afrika; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten).

¹⁶² Amerika (Nord-, Mittel- und Südamerika; Wirtschaftsraum mit annähernd gleichen Börsenöffnungszeiten).



Im Vergleich zu den beiden anderen Regionen sind die Wachstumserwartungen für die Region EMEA (6,8 %) trotz einer sich beschleunigenden Dynamik weiterhin unterdurchschnittlich. Das prognostizierte Wachstum wird insbesondere von Investitionen in industrielle Sensoren für die Produktion in der Automobilbranche und regulatorische Anforderungen an die Lebensmittelindustrie getrieben. Für Deutschland als dem mit Abstand wichtigsten Teilmarkt der Region stellen Regierungsinitiativen wie die sog. Industrie 4.0 einen weiteren Wachstumstreiber dar.

Das weiterhin überdurchschnittliche und sich erwartungsgemäß nochmals erheblich beschleunigende Wachstum in der Region Americas (8,7 %) ist v.a. mit der Erwartung verknüpft, dass in dem mit Abstand bedeutendsten Teilmarkt USA eine Verlagerung der Produktion von Übersee zurück in den Heimatmarkt durch Errichtung von Smart-Fabriken am Zielmarkt der Endverbraucher erfolgen wird.

Die ebenfalls überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen für die Region APAC (8,6 %) werden mit Regierungsinitiativen, der Nachfrage nach regional produzierten Kraftfahrzeugen und dem generell starken Fertigungssektor der Region sowie dem allgemeinen Trend zunehmender Automatisierung begründet. Für China als dem mit Abstand wichtigsten Teilmarkt der Region benennt der Bewertungsgutachter die Regierungsinitiative „China 2025“ als besonderen Wachstumstreiber.

Der globale industrielle Sensormarkt weist eine fragmentierte Anbieterstruktur auf. In Bezug auf die am Markt für industrielle Sensoren tätigen Wettbewerber sind im Bewertungsgutachten zutreffend acht Unternehmen genannt, von denen allerdings einige hinsichtlich ihres Produktspektrums sehr breit aufgestellt sind. Aufgrund einer stärkeren Fokussierung auf das Geschäft mit Sensoren sind v.a. die Wettbewerber Elmos Semiconductor AG, Dortmund, Sensata Technologies Holding plc, Attleboro/USA, und TE Ltd. anzuführen. Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass die Wettbewerbsintensität zunimmt.

Zielmarkt Medical

In dem für die First Sensor in der Region DACH bedeutenden Zielmarkt Medical¹⁶³ finden Sensoren insbesondere in Beatmungs- und Anästhesiegeräten sowie in der Endoskopie Anwendung. Medizintechnische Sensoren sind elektronische Systeme in medizinischen Geräten, Sonden und anderen Ausrüstungen, die auf Sensorsignale zur Bedienung, genaueren Diagnose und Behandlung angewiesen sind. Nach den zu messenden Größen segmentiert sich der Markt für Medizinsensoren wie folgt:

- Bildgebende Sensoren
- Drucksensoren
- Optische Sensoren
- Strahlungssensoren
- Temperatursensoren

¹⁶³ Im Geschäftsjahr 2019 rd. 22 % Anteil an den gesamten Umsatzerlösen.

Die erwartete Marktentwicklung im medizintechnischen Sensormarkt wird v.a. von folgenden Faktoren und Trends beeinflusst:

- Zunehmende Verwendung zur Diagnose von Krankheiten sowie in sog. Health-Care-Applikationen (z.B. bei der sog. Remote-Patientenüberwachung)
- Zunehmende Verbreitung chronischer Krankheiten
- Fortschritte im sog. Life-Science-Sektor
- Zunehmende Anwendung von sog. Wireless-Sensoren und tragbaren Sensorgeräten
- Wachsende Nachfrage nach sog. Digital-Medicine und sensorgestützten Tabletten
- Wissenschaftliche Fortschritte bei der medizinischen Sensortechnologie
- Zunehmende Anzahl von Endnutzern, insbesondere in der häuslichen Pflege (für Beatmungsgeräte)
- Haftungsrisiken wegen mangelnder Genauigkeit bzw. Fehlfunktionen
- Fehlen von Erstattungsrichtlinien für die kontinuierliche Patientenüberwachung
- Strenge gesetzliche Vorschriften, die zu kostenintensiven Prozessanpassungen bis hin zum Verzicht auf das Angebot von Produkten führen können

Mit einem sich von 8,1 % (2017/2019) auf 9,2 % (2019/2022) beschleunigenden durchschnittlichen Wachstum soll der weltweite medizintechnische Sensormarkt im Jahr 2022 ein Volumen von rd. \$ 17,8 Mrd. erreichen. Davon entfallen rd. 42 % auf Nordamerika, rd. 36 % auf Europa sowie rd. 15 % auf Asien.

Erwartungsgemäß soll der europäische Markt für medizintechnische Sensoren weiterhin parallel zum globalen Markt und somit dynamisch wachsen (9,2 %), was u.a. auf Initiativen wie den European-Sensor-Systems-Cluster zurückgeführt werden kann. In Deutschland und Großbritannien als den wichtigsten Absatzmärkten in der Region soll diese Marktentwicklung insbesondere auch durch die dort steigende Anzahl von Veranstaltungen und Konferenzen in Bezug auf medizintechnische Sensoren getrieben werden.

Die Wachstumserwartungen für Nordamerika (8,8 %), Asien (10,9 %) und den Rest der Welt (8,2 %) sind für First Sensor nicht von hoher Bedeutung, da die Gesellschaft medizintechnische Sensoren in diesen Märkten nach dem aktuellen Geschäftsmodell nicht oder nur in sehr geringem Umfang verkauft.

Der globale Markt für medizintechnische Sensoren ist derzeit auf eine geringe Zahl von Wettbewerbern konzentriert. Künftig soll es zu einer stärkeren Fragmentierung des Marktes kommen. In Bezug auf die am Markt für medizintechnische Sensoren tätigen Wettbewerber sind im Bewertungsgutachten neben First Sensor zutreffend fünf weitere Unternehmen genannt. Aufgrund einer insgesamt größeren Vergleichbarkeit mit den Chancen und Risiken des Geschäftsmodells von First Sensor sind v.a. die Wettbewerber Sensata Technologies Holding plc und TE Ltd. anzuführen. Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass die Wettbewerbsintensität zunimmt.

Zielmarkt Mobility

Für den Zielmarkt Mobility¹⁶⁴ ist die Automobilindustrie von zentraler Bedeutung. Nach den zu messenden Größen segmentiert sich der Automotive-Sensormarkt im Wesentlichen wie folgt:

- Bildgebende Sensoren
- Drucksensoren
- Gassensoren
- Geschwindigkeitssensoren
- Näherungssensoren
- Niveausensoren
- Positionssensoren
- Temperatursensoren

Der Einsatz von Sensoren in der Automobilindustrie hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen. So enthalten Fahrzeuge heutzutage bereits rd. 60 bis 100, bei moderneren Versionen auch bis zu 200 Sensoren.

Die erwartete Marktentwicklung im Automotive-Sensormarkt wird v.a. von folgenden Faktoren und Trends beeinflusst:

- Trend zur emissionsarmen bzw. emissionsfreien und intelligenten Mobilität
- Schaffung zusätzlicher Funktionen bei gleichzeitiger Verringerung der Verkabelung durch MEMS-Sensoren für aktive und passive Sicherheitssysteme und Antriebsstrangensoren
- Wachsende Nachfrage nach Premiumfahrzeugen
- Steigender Druck von Regierungen und Verbrauchern, bessere Sicherheitssysteme für Fahrzeuge zu entwickeln
- Zunehmende Reglementierung bei Emissionskontrollen
- Steigende Anzahl von elektronischen Fahrzeugkomponenten
- Zunehmende Nachfrage nach Fahrassistenzsystemen und autonomen Fahrzeugen
- Wachsende Anzahl von Elektrofahrzeugen
- Risiken potenzieller Zuverlässigkeits- und Sicherheitsprobleme und damit verbundenen Produktrückrufen
- Risiken steigender Entwicklungskosten
- Risiken fehlender Standardisierung bei der Fertigung von MEMS-Sensoren
- Konjunkturell bedingte Schwankungen der Automobilproduktion

Mit einem sich von 2,8 % (2017/2019) auf 3,8 % (2019/2022) beschleunigenden durchschnittlichen Wachstum soll der weltweite Automotive-Sensormarkt im Jahr 2022 ein Volumen von rd. \$ 41,7 Mrd. erreichen. Davon entfallen rd. 56 % auf die Region Asien-Pazifik, rd. 22 % auf Europa sowie rd. 17 % auf Nordamerika.

¹⁶⁴ Im Geschäftsjahr 2019 rd. 24 % Anteil an den gesamten Umsatzerlösen.

Erwartungsgemäß soll der europäische Automotive-Sensormarkt weiterhin überproportional und mit höheren Wachstumsraten als in der jüngeren Vergangenheit wachsen (4,1 %). Europa als Zentrum moderner und technologisch innovativer Autos hat einen entsprechend hohen und steigenden Bedarf an Sensoren. Strenge staatliche Vorschriften zur Sicherheit und zum Ausstoß von Schadstoffen setzen weitere Wachstumsimpulse. Deutschland ist neben Frankreich, Großbritannien und Spanien ein wesentlicher Standort von Automobilherstellern.

Die Wachstumserwartungen für den nordamerikanischen Automotive-Sensormarkt sollen sich auf geringerem Niveau ebenfalls deutlich erhöhen (2,7 %). Wachstumstreiber sind hier v.a. die Erhöhung von Verkehrssicherheitsstandards, eine verbesserte konjunkturelle Lage sowie die Verlagerung der Produktion in die Heimatmärkte.

Die Wachstumserwartungen des Automotive-Sensormarkts in der Region Asien-Pazifik (4,0 %) entsprechen in ihrer Entwicklung und Höhe weitgehend denen für den europäischen Markt, wobei diese v.a. durch das Bevölkerungswachstum, die zunehmende Industrialisierung und staatliche Subventionen begründet sind. Neben China als dem mit Abstand bedeutendsten Ländermarkt sind Indien, Japan und Südkorea ebenfalls von Bedeutung.

Der globale Automotive-Sensormarkt ist hoch fragmentiert und umfasst neben einer Vielzahl von kleinen bis mittelgroßen Unternehmen wie First Sensor auch große und global agierende Hersteller. Von den im Bewertungsgutachten zutreffend genannten fünf Wettbewerbern sind einige hinsichtlich ihres Produktspektrums sehr breit aufgestellt. Aufgrund einer stärkeren Fokussierung auf das Geschäft mit Sensoren sind v.a. die Wettbewerber Melexis NV, Ieper/Belgien, und CTS Corporation, Lisle/USA, anzuführen. Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass die Wettbewerbsintensität gegenüber den kleinen bis mittelgroßen Unternehmen zunimmt, da die kapazitätsmäßig überlegenen größeren und global agierenden Wettbewerber Skalenvorteile nutzen können.

c) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des First Sensor-Konzerns anhand der geprüften und testierten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 vor.

ca) Vermögens- und Finanzlage

Seine Erläuterungen zur Vermögens- und Finanzlage zu den Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2017 bis 2019 lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Kontinuierlicher Anstieg der Bilanzsumme auf € 179,6 Mio. (2019)
- Zwischenzeitliche Verschiebung von langfristigen zu kurzfristigen Vermögenswerten, insbesondere infolge eines Rückgangs der immateriellen Vermögenswerte und einer Zunahme der Vorräte (2018), durch Anstieg der immateriellen Vermögenswerte und fortgesetzten Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (2019) nicht dauerhaft
- Wesentlicher Anteil immaterieller Vermögenswerte infolge von Unternehmensübernahmen, darunter Geschäfts- oder Firmenwerte i.H.v. € 29,8 Mio. (2019)



- Erhöhung immaterieller Vermögenswerte auf €54,3 Mio. (2019) v.a. auf die Erstanwendung von IFRS 16 zur Bilanzierung von Leasingverhältnissen zurückzuführen
- Kontinuierliche Erhöhung der Sachanlagen auf €41,1 Mio. (2019) infolge von Investitionen in neue Maschinen und Anlagen zur Kapazitätsausweitung, Prozessstabilisierung und Prozessverbesserung
- Stetiger Anstieg der Vorräte auf €35,7 Mio. (2019), insbesondere im Geschäftsjahr 2019 auf vertraglich vereinbarte Sicherheitsbestände und verzögerte Bestellabrufe zurückzuführen
- Sukzessiver Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf €12,5 Mio. (2019) durch Factoring
- Auch dadurch bedingter Anstieg der liquiden Mittel auf €32,3 Mio. (2019)
- Zwischenzeitliche Verschiebung von kurzfristigen zu langfristigen Schulden und Eigenkapital, im Wesentlichen bedingt durch einen höheren Anteil langfristiger Finanzverbindlichkeiten (2018), durch gegenläufige Entwicklung (2019) überkompensiert
- Erhöhung Eigenkapital auf €89,9 Mio. (2019) beim gezeichneten Kapital und der Kapitalrücklage auf die Gewährung von Aktienoptionen und deren teilweise Ausübung zurückzuführen, insgesamt Eigenkapitalquote mit 50,0 % (2019) relativ stabil
- Nach Erhöhung der langfristigen Finanzverbindlichkeiten (2018) infolge Auszahlung eines Darlehens Rückgang auf €25,6 Mio. (2019) durch fristigkeitsbedingte Umgliederungen
- Nach Rückgang der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (2018) infolge planmäßiger Tilgung eines Darlehens Erhöhung auf €29,9 Mio. durch fristigkeitsbedingte Umgliederungen und die Erstanwendung von IFRS 16 zur Bilanzierung von Leasingverhältnissen
- Zwischenzeitliche Erhöhung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen nicht nachhaltig, sondern Verminderung auf €8,8 Mio. (2019) im Zusammenhang mit einem normalisierten Einkaufsvolumen
- Anstieg der sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten auf €17,0 Mio. im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Übernahme durch TE Connectivity

cb) Ertragslage

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

- Kontinuierlicher Anstieg der gesamten Umsatzerlöse auf €161,3 Mio. (2019) infolge wachsender Nachfrage nach Sensoren bzw. Sensorlösungen in den Zielmärkten Industrial und Medical
- Anstieg der Umsatzerlöse im Zielmarkt Industrial von zuletzt 7,8 % auf €86,6 Mio. (2019) v.a. aufgrund steigender Nachfrage aus China nach optischen Sensoren
- Sprunghafter Anstieg der Umsatzerlöse im Zielmarkt Medical wegen zunehmender Nachfrage nach optischen Sensoren bei gleichzeitig erhöhten Produktionskapazitäten (2018) gefolgt von Normalisierung des Wachstums auf im Saldo 2,5 % bei Umsatzerlösen von €35,4 Mio. (2019)
- Kontinuierlicher Rückgang der Umsatzerlöse im Zielmarkt Mobility auf €39,2 Mio. (2019) infolge zurückhaltender Abrufe von Liefermengen aus Rahmenverträgen aufgrund des geopolitischen Umfelds und der strukturellen Herausforderungen in der Automobilwirtschaft
- Seitliche Entwicklung der Umsatzerlöse in der DACH-Region auf €75,4 Mio. (2019)
- Rückgang der Umsatzerlöse in der Region Übriges Europa auf €37,8 Mio. (2019) aufgrund zyklischer Entwicklungen in der Automobilwirtschaft, insbesondere in Ungarn
- Deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse in der Region Nordamerika auf €21,7 Mio. (2019) durch Projekte in allen drei Zielmärkten
- Erheblicher Anstieg der Umsatzerlöse in der Region Asien auf €25,4 Mio. (2019) insbesondere aufgrund steigender Nachfrage in China nach Photonic- und Pressure-Anwendungen in den Zielmärkten Industrial und Medical



- Zwischenzeitliche deutliche Erhöhungen des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen infolge einer hohen Vorproduktion zur Absicherung der Lieferfähigkeit (2018)
- Andere aktivierte Eigenleistungen auf € 3,6 Mio. (2019), davon € 2,7 Mio. für Forschung & Entwicklung¹⁶⁵ sowie € 0,9 Mio. Erweiterungen der Kapazitäten und der Technologiefähigkeit, gestiegen
- Anstieg Gesamtleistung von durchschnittlich 5,5 % auf € 165,4 Mio.
- Überproportionaler Anstieg des Materialaufwands/Aufwands für bezogene Leistungen auch durch verstärkte Einstellung von Leiharbeitern (2018) nachfolgend durch Projekte zur Effizienzsteigerung auf € 75,3 Mio. und eine Aufwandsquote von 46,7 % begrenzt, dadurch Anstieg der Rohertragsmarge auf 55,9 % (2019)
- Überproportionaler Anstieg des Personalaufwands auf € 56,2 Mio. und eine Aufwandsquote von 34,8 % (2019) v.a. infolge von Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss mit der TE Ltd. sowie aufgrund der Besetzung offener Stellen
- Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (v.a. Rechts- und Beratungskosten, Raumkosten, Kosten für Instandhaltung und Reparaturen sowie Vertriebs- und Marketingkosten) auf € 20,3 Mio. und der Aufwandsquote auf 12,6 % (2019), zuletzt im Wesentlichen durch Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss mit der TE Ltd. bedingt
- Nach zwischenzeitlicher Verbesserung Rückgang des EBITDA¹⁶⁶ auf € 16,2 Mio. und der EBITDA-Marge auf 10,0 %
- Anstieg der Abschreibungen auf € 11,1 Mio. und der Aufwandsquote auf 6,9 % (2019) infolge von Investitionsinitiativen und der Erstanwendung von IFRS 16 zur Bilanzierung von Leasingverhältnissen
- Nach zwischenzeitlicher Verbesserung Einbruch des EBIT auf € 5,1 Mio. und der EBIT-Marge auf 3,1 % (2019)
- Geringfügige Verbesserung des Aufwandssaldos beim Zinsergebnis auf € -1,5 Mio. (2019), im Saldo keine Währungskursverluste mehr (2019)
- Nach zwischenzeitlicher Verbesserung Einbruch des EBT¹⁶⁷ auf € 3,5 Mio. und der EBT-Marge auf 2,2 % (2019)
- Ertragsteueraufwand nach Sondereffekten in Vorjahren mit € 1,0 Mio. und einer Aufwandsquote von 29,7 % (2019) normalisiert
- Anstieg von Jahresüberschuss und Marge von € 4,4 Mio. bzw. 3,0 % (2017) auf € 7,5 Mio. bzw. 4,8 % (2018) infolge der dargestellten Entwicklungen von einem Einbruch auf € 2,5 Mio. bzw. 1,5 % (2019) gefolgt

cc) Bereinigung der Ertragslage

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

Daneben kann es zielführend sein, sog. Proforma-Anpassungen vorzunehmen, die dem Umstand Rechnung tragen sollen, dass sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen geändert hat. Proforma-Anpassungen werden zudem regelmäßig auch dann vorgenommen, wenn die Vergleichbarkeit durch eine Umstellung des

¹⁶⁵ „F&E“.

¹⁶⁶ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten).

¹⁶⁷ Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern).



Geschäftsjahres beeinträchtigt ist. Es kann darüber hinaus angezeigt sein, Proforma-Anpassungen vorzunehmen, wenn sich die Bilanzierungs- und/oder Bewertungsmethoden im betrachteten Vergangenheitszeitraum und/oder für den Planungszeitraum verändert haben.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der erstgenannten Kategorie vorgenommen. Dabei hat er sich auf die Angaben in den geprüften Konzernlageberichten sowie ergänzend von der Gesellschaft erhaltene Informationen und Nachweise gestützt. Die Bereinigungen betreffen die folgenden Sachverhalte:

- Einmaleffekte aus der Auflösung von Rückstellungen und abgegrenzten Verbindlichkeiten und der korrespondierenden überhöhten Aufwendungen bei deren Bildung im Vorjahr
- Einmaleffekte aus Versicherungsentschädigungen
- Periodenfremde Erträge und Aufwendungen
- Einmaleffekte aus Aufwendungen im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Übernahme von First Sensor durch die TE Ltd.

Bereinigungen der zweitgenannten Kategorie waren nach den von uns geteilten Schlussfolgerungen des Bewertungsgutachters nicht erforderlich

Der Bewertungsgutachter leitet das operative Ergebnis vor Bereinigungen auf ein Ergebnis nach Bereinigungen über. Die Bereinigungen des ersten Geschäftsjahres des betrachteten Vergangenheitszeitraums haben im Saldo eine Minderung der bereinigten operativen Ergebnisse zur Folge, während sich das operative Ergebnis der Geschäftsjahre 2018 und 2019 durch die Bereinigungen erhöht.¹⁶⁸ Die Bereinigungen haben insgesamt eine Glättung und damit Normalisierung der Ergebnisse zur Folge. Die EBIT-Marge nach Bereinigungen erhöht sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum zunächst von 6,6 % auf 8,0 % und geht danach geringfügig auf 7,7 % zurück.

Wir konnten die vorstehend aufgeführten Bereinigungen ohne Beanstandungen nachvollziehen. Durch Einsicht in die Prüfungsberichte und unter Heranziehung der übrigen uns vorliegenden Informationen haben wir uns versichert, dass weitere Sachverhalte, die eine Bereinigung erfordert hätten, nicht vorliegen.

Im Übrigen halten wir eine Bereinigung ausschließlich auf Ebene des operativen Ergebnisses für sachgerecht, da sich die nachfolgenden Posten der Gewinn- und Verlustrechnung¹⁶⁹ i.d.R. einem Vergangenheitsvergleich entziehen.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Planungsanalyse auf vergleichbaren Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit aufbauen kann.

¹⁶⁸ €-0,9 Mio. (2017), €0,2 Mio. (2018) und €+7,4 Mio. (2019).

¹⁶⁹ „GuV“.



d) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts

Der Bewertungsgutachter fasst seine ausführliche Analyse des Geschäftsmodells von First Sensor unter Einbeziehung des Markt- und Wettbewerbsumfelds in einer SWOT-Analyse¹⁷⁰ zusammen. Diese lässt sich verdichtet und ergänzt um weitere Aspekte wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ■ Spezielle Kenntnisse über die regionalen Absatzmärkte (alle Zielmärkte) ■ Vorwärtsintegration entlang der Wertschöpfungskette und Positionierung als Lösungsanbieter (alle Zielmärkte) ■ Nischenstrategie zur Vermeidung von Wettbewerbsnachteilen gegenüber großen, global agierenden Wettbewerbern (alle Zielmärkte) ■ Konzentration auf Schlüsselkunden, die hohe Stückzahlen abnehmen (alle Zielmärkte) ■ Entwicklung von kundenspezifischen Lösungen auf Basis bestehender Plattformen bei entsprechender Kundenbindung über mehrjährige Aufträge (alle Zielmärkte) ■ Marktführerschaft bei einem Schlüsselprodukt („Avalanche-Photodioden“) für das autonome Fahren (Zielmarkt Mobility) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Wettbewerbsnachteile gegenüber großen, global agierenden Wettbewerbern in Bezug auf Skaleneffekte und Vertriebsorganisation (alle Zielmärkte) ■ Fokussierung auf Europa, insbesondere Deutschland, mit entsprechend begrenztem Absatzpotenzial (alle Zielmärkte) ■ Hohe Abhängigkeit von Schlüsselkunden (alle Zielmärkte) ■ Kurze Produktlebenszyklen mit entsprechendem Anpassungsbedarf (alle Zielmärkte) ■ Fokussierung auf Zielmärkte mit hohen konjunkturellen Schwankungen (Zielmärkte Industrial und Mobility)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ■ Erschließung weiterer Absatzmärkte durch Niederlassungen (alle Zielmärkte) ■ Trend zu „Industrie 4.0“, insbesondere „Predictive Maintenance“ (Zielmärkte Industrial) ■ Trend zum autonomen Fahren (Zielmarkt Mobility) ■ Steigende Nachfrage nach neuen Lösungen im Bereich der Diagnostik und Behandlung (Zielmarkt Medical) ■ Steigende Nachfrage nach mobilen Beatmungs- und Dialysesystemen sowie E-Health-Anwendungen, die durch vernetzte Sensorik eine kontinuierliche Überwachung des Gesundheitszustands ermöglichen (Zielmarkt Medical) ■ Steigende Nachfrage nach Sensoren infolge der Corona-Pandemie (Zielmarkt Medical) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erhöhtes Insolvenzrisiko von Kunden infolge der Corona-Pandemie (alle Zielmärkte) ■ Verändertes Bestellverhalten von Schlüsselkunden (alle Zielmärkte) ■ Verzögerte Bestellabrufe aufgrund von Abnahmevarianzen bei langfristig vereinbarten Rahmenverträgen (alle Zielmärkte) ■ Bestellrisiken im Einkauf durch den Brexit oder die Folgen der Corona-Pandemie (alle Zielmärkte) ■ Konjunkturelle Schwankungen (Zielmärkte Industrial und Mobility) ■ Sinkende Nachfrage nach Sensoren infolge der Corona-Pandemie (Zielmärkte Industrial und Mobility) ■ Zuverlässigkeits- und Sicherheitsprobleme mit entsprechender Haftung (v.a. Zielmärkte Medical und Mobility) ■ Fehlen von regulatorischen Rahmenbedingungen für das autonome Fahren (Zielmarkt Mobility)

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

¹⁷⁰ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

e) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend First Sensor einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.¹⁷¹ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Grundlage der Informationen zu Segmenten (Zielmärkte, Regionen) auf Konzernebene geplant und gesteuert. Zudem ist im konkreten Bewertungsfall die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften nicht erforderlich.

Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der Konzernplanung abgeleitet. Seine Analysen berücksichtigen zusätzlich die Zielmärkte und Regionen.

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

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

2. Bewertungsstichtag

Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ der Tag der beschlussfassenden HV von First Sensor, also der 26. Mai 2020. Dies ergibt sich für die angemessene Barabfindung unmittelbar aus dem Gesetz, wonach die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer HV zu berücksichtigen sind.¹⁷² Weithin anerkannt ist ferner, dass dieser rechtliche Bewertungsstichtag auch die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, für die im Gesetz keine entsprechende Regelung zu finden ist, markiert.¹⁷³

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter den 31. Dezember 2019 gewählt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 26. Mai 2020 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2020 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – zum einen unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann und zum anderen den außenstehenden Aktionären von First Sensor zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV noch nicht gutgeschrieben worden ist.

I.R.d. Bewertung unterstellt der Bewertungsgutachter vereinfachend, dass die Jahresergebnisse unterjährig gleichmäßig anfallen. Der üblichen Bewertungspraxis folgend rechnet er sowohl Thesaurierungen

¹⁷¹ Vgl. Abschnitt D.I.1, S. 16 ff.

¹⁷² § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

¹⁷³ Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 14 Rz. 33.



als auch Ausschüttungen der Jahresergebnisse vereinfachend einheitlich mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres den Aktionären zu.

Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2019) abgezinst und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (26. Mai 2020) aufgezinst.

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

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (26. Mai 2020) steht in Einklang mit § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

3. Bewertungsmethode

Die Ermittlung des Unternehmenswerts von First Sensor wurde nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt. Der Zukunftserfolgswert und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt.

Andere Bewertungsmethoden sind bei der Bewertung von First Sensor nicht angewandt worden. Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert überschlägig ermittelt und die dazu vorgenommenen Berechnungen in ihren Grundzügen im Bewertungsgutachten erläutert. Wir haben diese überschlägige Ermittlung methodisch und rechnerisch geprüft. Da der überschlägig ermittelte Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts liegt, halten wir es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert deziert abzuleiten und darzustellen.¹⁷⁴

Zwecks Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung mit Börsenmultiplikatoren¹⁷⁵ vorgenommen. Wir haben seine dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und das Ergebnis ebenfalls einer Würdigung unterzogen.¹⁷⁶ Darüber hinaus haben wir das Bewertungsergebnis auch mit Überlegungen zu weiteren Vergleichsmaßstäben plausibilisiert.¹⁷⁷

Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierte Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflussnahme ausüben kann.

¹⁷⁴ Vgl. Abschnitt D.IV.6.d), S. 97.

¹⁷⁵ Trading Multiples.

¹⁷⁶ Vgl. Abschnitt D.IV.8.a), S. 99 ff.

¹⁷⁷ Vgl. Abschnitt D.IV.8.b), S. 101 f.

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

Die Planung der Gesellschaft enthält keine Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss mit der TE Ltd. Der Bewertungsgutachter hat demzufolge die Planungsrechnung der Gesellschaft ergänzt und zusätzlich die unechten Synergieeffekte angesetzt, die auf Ebene von First Sensor erzielbar sind.¹⁷⁸

Prüfungsergebnis

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts von First Sensor das Ertragswertverfahren in der beschriebenen Ausprägung heranzuziehen, für sachgerecht.

4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen

a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess

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

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung der Gesellschaft, die die Jahre 2020 bis 2022 umfasst, bestimmt. Das erste Jahr der Planungsrechnung (Budget) ist auf Monatsbasis geplant, um saisonalen Besonderheiten Rechnung zu tragen.

Die Planungsrechnung von First Sensor ist entsprechend ihrer externen Berichterstattung nach den IFRS aufgestellt. Die Planungsrechnung umfasst eine integrierte GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planung. Die auf Konzernebene zusammengefassten Angaben zu GuV, Bilanz und Cashflow-Rechnung lassen sich zudem für zahlreiche weitere Aufgliederungen bzw. Auswertungen (z.B. nach Zielmärkten Regionen, Standorten, Kunden oder Produkten) filtern.

Der reguläre Planungsprozess im First Sensor-Konzern beginnt alljährlich im dritten Quartal „top-down“, indem der Vorstand der Gesellschaft den Planungsverantwortlichen der jeweiligen Standorte wesentliche Planungsprämissen, z.B. zu erwarteten künftigen Auftragseingängen, Umsätzen, Materialpreisveränderungen und dem EBIT, zur Verfügung stellt. In einem mehrstufigen und in zwei parallelen Arbeitsprozessen verlaufenden Planungsprozess werden die relevanten Planungsgrößen „bottom-up“ von den Standorten bzw. Zentralfunktionen geplant und „top-down“ überprüft.

¹⁷⁸ Vgl. Abschnitt D.IV.4.e), S. 60 ff.

Der Bewertungsgutachter hat die zugehörigen Teilprozesse und Planungsgrößen grafisch in seinem Bewertungsgutachten dargestellt sowie verbal im Einzelnen erläutert und damit das umfassende Planungshandbuch in zutreffender Weise zusammengefasst.

Der Planungsprozess endet im vierten Quartal eines Jahres „top-down“ durch eine abschließende Überprüfung seitens des Vorstands. Bei seiner Überprüfung berücksichtigt der Vorstand auch, dass sich nicht alle von den Planungsverantwortlichen gesetzten Ziele verwirklichen lassen. Seine diesbezüglichen Adjustierungen werden dem Aufsichtsrat der Gesellschaft in transparenter Weise erläutert.

Der Vorstand von First Sensor hat die i.R.d. regulären Planungsprozesses entstandene Planung dem Aufsichtsrat der Gesellschaft in dessen Sitzung vom 3. Dezember 2019 vorgestellt und damit abschließend verabschiedet. Der Aufsichtsrat von First Sensor hat die vorgelegte Planungsrechnung im Wege des schriftlichen Umlaufverfahrens am 11./12./13. Januar 2020 bestätigt und damit genehmigt (Budget 2020) bzw. (billigend) zur Kenntnis genommen (Mittelfristplanung 2021 und 2022).

Hinsichtlich der Planungsvorgaben zu Wechselkursen haben wir uns anhand von Analystenschätzungen und Terminkursen davon überzeugt, dass die bei Erstellung der Planungsrechnung getroffenen Annahmen vertretbar sind.

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

Allerdings berücksichtigt die Planungsrechnung nicht die erheblichen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die konjunkturelle Lage im Allgemeinen sowie die industriespezifischen Zuliefer- und Abnehmermärkte von First Sensor im Besonderen. I.R.d. laufenden Steuerungs- und Controlling-Prozesse hat der Vorstand von First Sensor die Chancen und Risiken der Gesellschaft erneut bewertet und auf Basis einer Abweichungsanalyse eine Prognoserechnung aufgestellt. Zweck der vom Management von First Sensor vorgenommenen Analyse war es, einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2020 zu ermöglichen, der die derzeit erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die operative Tätigkeit des First Sensor-Konzerns Rechnung abbildet. Eine Evaluierung insbesondere des Einflusses auf die Umsatzerlöse des Jahres 2020 hat der Vorstand von First Sensor mit Hilfe einer Befragung der Produktions- und Vertriebsstandorte vorgenommen.

Der Vorstand von First Sensor hat die Prognoserechnung am 29. März 2020 vorgelegt. Sie wurde vom Aufsichtsrat am 14 April 2020 (billigend) zur Kenntnis genommen.

In der Prognoserechnung sind die bereits eingetretenen und die noch zu erwartenden finanziellen Effekte der Corona-Pandemie auf die geplanten Ergebnisse und Investitionen von First Sensor berücksichtigt. Die Analysen spiegeln die für 2020 insgesamt erwarteten Umsatzverluste aufgrund von Auftragsstornierungen und geringeren Volumenabrufen sowie die damit verbundenen Folgewirkungen und Anpassungsmaßnahmen auf Kostenseite wider.



Für die Folgejahre ist eine Konkretisierung derzeit noch nicht möglich gewesen. Demzufolge hat der Vorstand von First Sensor die mittelfristigen Auswirkungen der Corona-Pandemie anhand einer Fortschreibung auf Grundlage der für das Geschäftsjahr 2020 prognostizierten Umsatzerlöse berücksichtigt.

Der Bewertungsgutachter hat seiner Bewertung die Prognoserechnung zugrunde gelegt, da diese die aktuellen Verhältnisse reflektiert.

Wir haben uns i.R.d. Plausibilisierung der Planungsrechnung davon überzeugt, dass die Prognoserechnung die zu erwartenden Auswirkungen der Corona-Pandemie auf First Sensor angemessen berücksichtigen.

b) Analyse der Planungstreue

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2017 bis 2019 erzielten Umsatzerlöse und operative Ergebnisse (EBITDA bzw. EBIT) des First Sensor-Konzerns (Ist) mit den jeweils für sie budgetierten Werten (Plan) überprüft.

Für das Planjahr 2019 hat er ergänzend auch eine Betrachtung auf bereinigter Basis (Ist) vorgenommen, da die Sondereffekte aus der Vorbereitung der Übernahme durch die TE Ltd. zum einen bei Planungserstellung nicht absehbar gewesen sind und zum anderen einen erheblichen Ergebniseffekt hatten, der die Analyseergebnisse verfälschen könnte.

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

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

- Umsatzerlöse weitgehend planungstreu
- Umsatzplanung angesichts (geringfügiger) Planungsverfehlungen in allen Budget-Jahren grundsätzlich ambitioniert
- Operative Ergebnisse (EBITDA bzw. EBIT) mit höheren Abweichungen als bei den Umsatzerlösen, was aufgrund einer Vielzahl nicht planbarer Effekte nachvollziehbar ist
- Ergebnisplanung angesichts Planungsverfehlungen in allen Budget-Jahren ambitioniert
- Planungsrechnung auch unter Berücksichtigung des Planungsprozesses für die Ermittlung des Ertragswerts von First Sensor geeignet

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen können. Wir weisen darüber hinaus darauf hin, dass die Planungsverfehlungen deutlich höher gewesen wären, wenn der Vorstand der Gesellschaft bei seiner alljährlichen Überprüfung der zunächst vorgelegten Planungen der Standorte keine Adjustierungen vorgenommen hätte.

Nach unserer Auffassung sind die festgestellten Planverfehlungen im Vergleich als eher geringfügig einzuschätzen. Demzufolge hat die Analyse der Planungstreue – unter Einbeziehung der Erkenntnisse aus

unserer Analyse des Planungsprozesses – auch nach unserer Auffassung gezeigt, dass die Planungsrechnungen von First Sensor für Zwecke der Unternehmensbewertung grundsätzlich geeignet sind.

Unsere Einschätzung als sachverständiger Prüfer gründet sich insbesondere auch darauf, dass die Analyse der Planungstreue gezeigt hat, dass die Planungsrechnungen von First Sensor die Erwartungswerte nicht einseitig unterschätzen.

Prüfungsergebnis

Die von First Sensor vorgelegte Planungsrechnung (Prognoserechnung) kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts von First Sensor grundsätzlich verwendet werden.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt. Sowohl bei der Analyse als auch in seiner Darstellung hat er zwischen der Planungsrechnung und der Prognoserechnung differenziert.

Aus bewertungssystematischen Gründen und in Ergänzung der vorgelegten Prognoserechnung hat der Bewertungsgutachter die folgenden Anpassungen der vorgelegten Prognoserechnung vorgenommen:

- Ergänzung der Prognoserechnung um bewertungsrelevante Synergieeffekte
- Ergänzung der Prognoserechnung um eine Planung von Ausschüttungen
- Folgeanpassungen im Zinsergebnis und bei den Unternehmenssteuern
- Fortführung der Planzahlen für die Bilanz aus der Planungsrechnung unter Berücksichtigung der Anpassungen von Ergebnissen und Investitionen in der Prognoserechnung

Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Berechnungen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der Berechnungen insgesamt verifiziert.



c) Analyse des geplanten operativen Ergebnisses (EBIT) – Planungsrechnung

ca) Übersicht

Im Vergleich zu den Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums¹⁷⁹ stellt sich die Planung des operativen Ergebnisses – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – nach der Planungsrechnung insgesamt wie folgt dar:

First Sensor – Konzern EBIT € Mio.	Ist			Planungsrechnung			CAGR	
	unbereinigt 2017	unbereinigt 2018	bereinigt 2019	2020	2021	2022	2017- 2019	2019-2022
Industrial	75,1	80,4	86,6	95,4	113,9	135,1	7,4%	16,0%
Medical	27,9	34,6	35,4	34,3	31,8	29,6	12,7%	-5,8%
Mobility	44,5	40,2	39,2	44,5	45,5	47,4	-6,1%	6,5%
Umsatzerlöse	147,5	155,1	161,3	174,2	191,2	212,1	4,6%	9,6%
Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-1,5	4,5	0,5	0,2	0,3	0,3	n.a.	-15,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	2,5	2,0	3,6	3,2	2,7	2,9	20,4%	-6,8%
Gesamtleistung	148,5	161,6	165,4	177,6	194,2	215,3	5,5%	9,2%
Materialaufwand/Aufwand für bezogene Leistungen	-69,3	-76,1	-75,3	-78,9	-84,6	-93,8	4,2%	7,6%
Rohhertrag	79,2	85,5	90,1	98,7	109,6	121,6	6,7%	10,5%
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	2,6	1,0	0,9	0,8	0,7	-44,0%	-10,7%
Personalaufwand	-46,6	-49,0	-52,5	-55,3	-59,6	-62,2	6,2%	5,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,3	-17,8	-15,0	-15,8	-16,0	-16,5	-4,0%	3,1%
EBITDA	19,6	21,3	23,6	28,5	34,7	43,6	9,6%	22,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen u. immaterielle Vermögenswerte	-9,1	-9,0	-11,1	-11,6	-11,5	-10,3	10,7%	-2,7%
EBIT	10,6	12,2	12,4	16,9	23,2	33,4	8,6%	38,9%
Kennzahlen								
Umsatzwachstum Industrial	n.a.	7,0%	7,8%	10,2%	19,3%	18,7%		
Umsatzwachstum Medical	n.a.	23,9%	2,5%	-3,2%	-7,1%	-7,0%		
Umsatzwachstum Mobility	n.a.	-9,7%	-2,4%	13,3%	2,4%	4,0%		
Umsatzwachstum Gesamt	n.a.	5,2%	3,9%	8,0%	9,8%	10,9%		
Umsatz-Anteil Industrial	50,9%	51,8%	53,7%	54,8%	59,6%	63,7%		
Umsatz-Anteil Medical	18,9%	22,3%	22,0%	19,7%	16,6%	14,0%		
Umsatz-Anteil Mobility	30,2%	25,9%	24,3%	25,5%	23,8%	22,3%		
in % der Umsatzerlöse								
Materialaufwand/ Aufwand für bezogene Leistungen	-47,0%	-49,0%	-46,7%	-45,3%	-44,3%	-44,2%		
Rohhertrag	53,7%	55,1%	55,9%	56,6%	57,3%	57,3%		
Sonstige betriebliche Erträge	2,3%	1,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%		
Personalaufwand	-31,6%	-31,6%	-32,6%	-31,7%	-31,2%	-29,3%		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,1%	-11,5%	-9,3%	-9,0%	-8,4%	-7,8%		
EBITDA-Marge	13,3%	13,7%	14,6%	16,4%	18,2%	20,6%		
Abschreibungen auf Sachanlagen u. immaterielle Vermögenswerte	-6,2%	-5,8%	-6,9%	-6,7%	-6,0%	-4,8%		
EBIT-Marge	7,2%	7,9%	7,7%	9,7%	12,1%	15,7%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

cb) Umsatzerlöse

Die Gesellschaft ging bis Anfang 2020 davon aus, die Umsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 deutlich erhöhen zu können. Mit 9,6 % (CAGR 2019 bis 2022) übertrifft die durchschnittliche Wachstumsrate für die Planungsphase bei weitem das im betrachteten Vergangenheitszeitraum (2017 bis 2019) erzielte durchschnittliche Wachstum der Umsatzerlöse (CAGR 4,6 %).

Der planmäßige Anstieg der Umsatzerlöse wird im Wesentlichen vom Wachstum im Zielmarkt Industrial getragen. Hier sollen die Umsatzerlöse, die zuletzt (2019) mit 53,7 % bereits den wesentlichen Teil der gesamten Umsatzerlöse repräsentierten, nach den Erwartungen von Anfang 2020 im Planungszeitraum mit durchschnittlich 16,0 % p.a. steigen. Durch den v.a. in den Jahren 2021 und 2022 erwarteten weit überproportionalen Anstieg erhöht sich der Anteil des Zielmarkts Industrial bis auf 63,7 % (2022) weiter.

Nach einer positiven Entwicklung der Umsatzerlöse im Zielmarkt Medical in den Jahren 2017 bis 2019 sollen diese im Planungszeitraum sinken, so dass der Anteil des Zielmarkt Medical an den gesamten Umsatzerlösen bis auf 14,0 % (2022) abfällt.

Im Zielmarkt Mobility wurde Anfang 2020 eine gegenläufige Entwicklung erwartet. Nach einem kontinuierlichen Rückgang der Umsatzerlöse (2017 bis 2019) soll bereits 2020 wieder das Niveau des Jahres

¹⁷⁹ Die Bereinigungen für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 konnten nicht vollumfänglich einzelnen Positionen der GuV zugeordnet werden. Demzufolge enthält die nachfolgende Tabelle insoweit die unbereinigten Zahlen.



2017 erreicht und nachfolgend übertroffen werden. Angesichts einer dennoch unterdurchschnittlichen Wachstumsrate von 6,5 % p.a. vermindert sich der Anteil des Zielmarkts insgesamt weiter auf 22,3 % (2022).

Eine Aufgliederung nach dem Härtegrad der geplanten Umsatzerlöse zeigt, dass die für das Jahr 2020 erwarteten Umsatzerlöse nach der Planungsrechnung zu rd. zwei Dritteln zum Zeitpunkt des Abschlusses der Planungsarbeiten weitgehend sicher prognostiziert werden konnten (Level 1 und 2). Die planmäßigen Umsatzerlöse des Jahres 2020 entfallen mit 43,4 % auf kontrahierte Aufträge, die sich bereits im Stadium der Produktion oder Entwicklung befinden (Level 1) und mit weiteren 24,2 % auf Entwicklungsprojekte (Solution Business), bei denen die erwarteten Mindestmengen bzw. Folgebestellungen aus Rahmenverträgen bereits bekannt sind (Level 2).

Ihrer Natur gemäß sind für die weiteren Planjahre nur noch geringfügige Umsatzerlöse des höchsten Härtegrads bekannt. Die geplanten Umsatzerlöse der Jahre 2021 und 2022 entfallen zu mehr als zwei Dritteln auf den Härtegrad des Levels 2 bzw. auf Entwicklungsprojekte, bei denen die Mindestmengen aus Rahmenverträgen zum Zeitpunkt des Abschlusses der Planungsarbeiten noch nicht bekannt waren (Level 3). Diese Entwicklungsprojekte hängen maßgeblich von den Absatzmärkten der Zielmärkte selbst und der Marktwahrnehmung der OEM¹⁸⁰ ab. Auch der Anteil von Auftragseingängen bei standardisierten Produkten (Distribution Business) bzw. von auf der Grundlage von Erfahrungswerten geschätzten möglichen neuen Aufträgen (Level 3 bzw. 4) soll sich erwartungsgemäß ab 2021 erhöhen.

Für die fünf Standorte bzw. Konzerngesellschaften von First Sensor mit den höchsten Umsatzanteilen wird nach der Planungsrechnung insgesamt ein Anstieg der standortbezogenen Umsatzerlöse¹⁸¹ von durchschnittlich 13,5 % (CAGR 2019 bis 2022) erwartet. Aufgrund der prognostizierten Umsatzrückgänge im Zielmarkt Medical ist die Wachstumsrate der für den Standort FSM insgesamt geplanten Umsatzerlöse mit 11,3 % (CAGR 2019 bis 2022) geringer als das für den First Sensor-Konzern im Zielmarkt Industrial insgesamt erwartete Wachstum (16,0 %). Gleiches gilt für den Standort FSW, aus dessen Planung sich eine Wachstumsrate von 13,6 % ableiten lässt. Der Standort FSO trägt überdurchschnittlich (17,1 %) zu den Wachstumserwartungen des First Sensor-Konzerns bei. Ursächlich für diese Entwicklung ist v.a. die erwartete zunehmende Bedeutung von LiDAR-Sensoren, die eine Schlüsseltechnologie für die Automatisierung von industriellen Prozessen und für Anwendungen des vollautomatischen bzw. autonomen Fahrens sind. Nachdem die zuvor bereits für 2019 erwarteten Wachstumsimpulse ausgeblieben waren, da die OEM eine verstärkte Fokussierung auf den Trend des autonomen Fahrens angesichts des angespannten wirtschaftlichen Umfelds zeitlich verschoben haben, erwartet die Gesellschaft, dass sich diese Wachstumserwartungen nunmehr im Planungszeitraum, insbesondere ab 2021, realisieren lassen. Am Standort FSP wird der größte Anteil der gesamten Umsatzerlöse erzielt. Die für diesen Standort im Jahresdurchschnitt erwarteten Steigerungen der Umsatzerlöse (12,3 %) sind v.a. auf einen Wachstumsimpuls infolge des erwarteten Serienanlaufs der für einen bedeutenden Kunden entwickelten Produkte im Jahr 2022 zurückzuführen. Die Gesellschaft FSD soll ihre Umsatzerlöse erwartungsgemäß um 13,7 %

¹⁸⁰ Original Equipment Manufacturer (Originalausrüstungshersteller).

¹⁸¹ Vor Erlösschmälerungen und Konsolidierungseffekten.



(CAGR 2019 bis 2022) steigern können, nachdem der Verlust nahezu des gesamten Geschäfts mit optischen Sensoren an einen Wettbewerber durch die Entwicklung eines neuen, verbesserten Produkts teilweise kompensiert werden konnte.

Zielmarkt Industrial nach Regionen

Im Vergleich zu den Zahlen des letzten Geschäftsjahres (2019) sollen sich die Umsatzerlöse im Zielmarkt Industrial nach der Planungsrechnung in den regionalen Märkten im Planungszeitraum wie folgt entwickeln:

First Sensor – Zielmarkt Industrial Umsatzerlöse nach Regionen € Mio.	Ist	Planungsrechnung			CAGR
	2019	2020	2021	2022	2019-2022
DACH-Region	38,8	42,8	50,1	61,3	16,5%
Übriges Europa	21,2	21,3	23,6	25,8	6,8%
Nordamerika	9,5	14,7	18,5	21,6	31,4%
Asien	17,1	16,7	21,7	26,4	15,6%
Umsatzerlöse Industrial Gesamt	86,6	95,4	113,9	135,1	16,0%

Quellen: Unternehmensinformationen, eigene Analysen.

Das im Vergleich zu der Entwicklung des gesamten First Sensor-Konzerns überdurchschnittliche Wachstum im Zielmarkt Industrial ist insbesondere auf eine steigende Nachfrage nach Produkten der First Sensor in der Optoelektronik zurückzuführen. Des Weiteren spiegelt die Planung den erwarteten zunehmenden Einsatz der Produkte von First Sensor in vollautomatischen industriellen Umgebungen, insbesondere von LiDAR- und MEMS-Sensoren. Zudem soll ein neu entwickeltes Multi-Sensor-System nach Anlauf der Serienfertigung einen Wachstumsimpuls setzen.

Das plangemäße Wachstum der Regionen DACH (16,5 % p.a.) und Nordamerika (31,4 % p.a.) ist insbesondere auf die Erwartung einer steigenden Nachfrage nach Drucksensoren der Serie H zurückzuführen. First Sensor hofft, die Umsatzerlöse in diesen Regionen in erheblich größerem Maße steigern zu können als dies für den gesamten industriellen Sensormarkt in diesen Regionen¹⁸² erwartet wird. Auch für die Region Asien beinhaltet die Planung von First Sensor ein gegenüber den Markterwartungen¹⁸³ überproportionales Wachstum (15,6 %).

Die erheblichen Wachstumserwartungen von First Sensor im Zielmarkt Industrial gründen sich im Wesentlichen auf kundenspezifische Entwicklungsprojekte. Der Anteil der Umsatzerlöse im Solution Business soll sich demzufolge von 58,4 % (2019) auf 61,8 % (2022) erhöhen.

¹⁸² Approximiert durch das für die Regionen EMEA (insgesamt: 6,8 % p.a.) und Americas (insgesamt: 8,7 % p.a.) erwartete Marktwachstum.

¹⁸³ Approximiert durch das für die Region APCA (insgesamt: 8,6 % p.a.) erwartete Marktwachstum.



Zielmarkt Medical nach Regionen

Im Vergleich zu den Zahlen des letzten Geschäftsjahres (2019) sollen sich die Umsatzerlöse im Zielmarkt Medical nach der Planungsrechnung in den regionalen Märkten im Planungszeitraum wie folgt entwickeln:

First Sensor – Zielmarkt Medical Umsatzerlöse nach Regionen € Mio.	Ist	Planungsrechnung			CAGR
	2019	2020	2021	2022	2019-2022
DACH-Region	26,0	24,8	23,7	22,9	-4,2%
Übriges Europa	2,6	2,8	3,1	3,5	9,6%
Nordamerika	6,7	6,7	4,9	3,2	-22,0%
Asien	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Umsatzerlöse Medical Gesamt	35,4	34,3	31,8	29,6	-5,8%

Quellen: Unternehmensinformationen, eigene Analysen.

Während für den gesamten medizintechnischen Sensormarkt aufgrund der fortbestehenden Trends weltweit über den Prognosezeitraum (2019 bis 2023) ein weiterhin hohes durchschnittliches Wachstum (9,2 % p.a.) erwartet wird, sollen die Umsatzerlöse von First Sensor im Segment Medical nach einer positiven Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit im Planungszeitraum (2020 bis 2022) erwartungsgemäß um 5,8 % p.a. sinken.

Diese Entwicklung ist v.a. durch eine außergewöhnlich günstige Entwicklung der Nachfrage nach Standard-Drucksensoren der Serie H im Geschäftsjahr 2018 erklärbar. Das in den Jahren 2018 und 2019 im Zielmarkt Medical insgesamt erreichte Niveau kann erwartungsgemäß mittelfristig nicht gehalten werden. Die vorliegende Planung der Planungsrunde 2019 berücksichtigt, dass der Absatz der Serie H in der Planungsrunde 2018 überschätzt worden ist und geht demzufolge von konservativeren Erwartungen aus. Zudem trägt sie auch dem Umstand Rechnung, dass ein wesentlicher Kunde signalisiert hatte, dass sein Bedarf an Sensoren für Beatmungsgeräte nach einer Mengenerhöhung in den Jahren 2018 und 2019 künftig geringer ausfallen werde.

Die vorstehend beschriebenen Umstände zeigen sich in der Entwicklung der für den Zielmarkt Medical mit Abstand bedeutendsten Region DACH, für die im Planungszeitraum ein Rückgang der Umsatzerlöse um 4,2 % p.a. erwartet wird. Der Rückgang der Umsatzerlöse in der Region Nordamerika (22,0 % p.a.) ist auf sinkende Bestellmengen von auf Keramik angebrachten Mikrochips zurückzuführen. Die Planung berücksichtigt die Ankündigung eines Großkunden, dass sein Produkt, für das diese Produkte von First Sensor benötigt werden, das Ende des Produktlebenszyklus erreicht habe.

Erwartungsgemäß soll sich die Nachfrage nach standardisierten Produkten im Zielmarkt Medical erhöhen, so dass sich der Anteil des Distribution Business im Planungszeitraum auf 45,6 % (2022) zu Lasten des Solution Business erhöht. Erwartungsgemäß geht diese Entwicklung mit einer erhöhten Wettbewerbsintensität und dem damit verbundenen Preisdruck einher.



Zielmarkt Mobility nach Regionen

Im Vergleich zu den Zahlen des letzten Geschäftsjahres (2019) sollen sich die Umsatzerlöse im Zielmarkt Mobility nach der Planungsrechnung in den regionalen Märkten im Planungszeitraum wie folgt entwickeln:

First Sensor – Zielmarkt Mobility Umsatzerlöse nach Regionen € Mio.	Ist	Planungsrechnung				CAGR
	2019	2020	2021	2022	2019-2022	
DACH-Region	10,6	13,9	14,5	15,3	13,1%	
Übriges Europa	14,9	14,6	14,1	15,1	0,5%	
Nordamerika	5,4	7,8	9,6	11,5	28,2%	
Asien	8,3	8,1	7,3	5,5	-12,9%	
Umsatzerlöse Mobility Gesamt	39,2	44,5	45,5	47,4	6,5%	

Quellen: Unternehmensinformationen, eigene Analysen.

Trotz der vielfältigen wachstumsbegrenzenden Umstände (insbesondere Rückgang der Zulassungen und nachfolgend der Produktion von Fahrzeugen, Vertrauensverlust aufgrund des „Dieselskandals“, Handelskonflikte) und Risiken (insbesondere zyklische Schwankungen, geopolitische Spannungen und Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen) soll sich der globale Automotive Sensormarkt im Zeitraum 2019 bis 2023 mit durchschnittlich 3,8 % p.a. verhalten positiv entwickeln.

Von den wachstumsfördernden Trends (insbesondere das autonome Fahren, zunehmende Nachfrage nach Fahrassistenzsystemen, Weiterentwicklung verbrauchs- und emissionsarmer Antriebe) soll First Sensor in besonderem Maße profitieren. Mit einem durchschnittlichen Wachstum der Umsatzerlöse im Planungszeitraum 2020 bis 2022 übertreffen die Wachstumserwartungen der Gesellschaft die Erwartungen für den Gesamtmarkt deutlich.

Erwartungsgemäß wird First Sensor in den Regionen DACH (13,1 % p.a.) und Nordamerika (28,2 % p.a.) Wachstumsraten erzielen, die um ein Vielfaches über den Markterwartungen liegen, während für die Region Übriges Europa eine Stagnation und für die Region Asien ein Rückgang der Umsatzerlöse erwartet wird.

Aufgrund seiner Innovationskraft entfällt das Geschäft des First Sensor-Konzerns im Zielmarkt Mobility nahezu ausschließlich auf kundenspezifische Lösungen. Das Solution Business hat einen nahezu konstanten Anteil von gut 95 % an den Umsatzerlösen im Zielmarkt Mobility.

cc) Operatives Ergebnis (EBIT)

Einschließlich von geringfügigen Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen, die im Durchschnitt des Planungszeitraums (2020 bis 2022) auf vergleichbarem Niveau wie in der betrachteten Vergangenheit (2017 bis 2019) erwartet werden, ergibt sich im Planungszeitraum nach der Planungsrechnung ein Anstieg der Gesamtleistung um durchschnittlich 9,2 % p.a. auf € 215,3 Mio.

Die Planung des Materialaufwands basiert auf der Planung der Absatzmengen und berücksichtigt effizienzsteigernde Maßnahmen, insbesondere Einsparungen durch den Wechsel von 4-Zoll-Wafern auf 6-Zoll-Wafer und das Insourcing spezifischer (z.B. chemischer) Prozesse. Der kontinuierliche Rückgang der Materialaufwandsquote von 46,7 % (2019) auf 44,2 % (2022) ist zudem auf Skaleneffekte zurückzuführen. Infolgedessen steigt der Rohertrag im Planungszeitraum nach der Planungsrechnung mit 10,5 % p.a. überdurchschnittlich auf € 121,6 Mio. (2022).



Die geplanten sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten Erträge aus Fördermitteln, aus der Auflösung von in der Vergangenheit gebildeten Sonderposten für Investitionszulagen und Investitionszuschüsse sowie aus Sachbezügen. Sie sind von untergeordneter Bedeutung. Berücksichtigt man bei einem Vergleich auch die Bereinigungen für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 ergibt sich ein kontinuierlicher Rückgang von € 1,8 Mio. (2017) auf € 0,7 Mio. (2022).

Der planmäßige Anstieg des Personalaufwands um durchschnittlich 5,8 % p.a. auf € 62,2 Mio. (2022) ist Folge der erwarteten Tariflohnsteigerungen bzw. allgemeiner inflationsbedingter Gehaltstrends (2,5 %) und einer Erhöhung der Mitarbeiterzahl. Die Planungsprämissen der Planungsrunde 2019 setzen keine exakte Vorgabe zu der Anzahl der Mitarbeiter, sondern geben Bandbreiten für die FTE an. Legt man den Mittelwert der für das Planjahr 2022 vorgegebenen Bandbreite zugrunde, ergibt sich im Planungszeitraum ein Anstieg der Mitarbeiterkapazitäten um insgesamt 6,8 %. Angesichts einer erwarteten Steigerung der Umsatzerlöse um insgesamt rd. 32 % erhöht sich die Produktivität¹⁸⁴ im Planungszeitraum um rd. 19 %. Die Personalaufwandsquote sinkt demzufolge kontinuierlich von 32,6 % (2019, bereinigt) auf 29,3 % (2022).

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind auf eine Vielzahl von Positionen heruntergebrochen, von denen insbesondere Raumkosten, Kosten für Instandhaltung und Reparaturen sowie Vertriebs- und Marketingkosten einen nennenswerten Anteil an den gesamten Aufwendungen haben. Der geringfügige Anstieg der Aufwendungen im Planungszeitraum um durchschnittlich 3,1 % p.a. auf € 16,5 Mio. (2022) ist nahezu ausschließlich auf einen Anstieg der Vertriebsaufwendungen zurückzuführen, während für die übrigen Aufwandsarten ein nahezu gleichbleibender Aufwand geplant ist. Die Erreichung der ambitionierten Umsatzziele soll durch eine Verdopplung der Werbe-, Messe- und Marketingaufwendungen und den Aufbau eines Vertriebsbüros in Südafrika unterstützt werden. Insgesamt vermindert sich die Aufwandsquote kontinuierlich von 9,3 % (2019, bereinigt) auf 7,8 % (2022).

Auf dieser Grundlage ergibt sich im Planungszeitraum nahezu eine Verdopplung des EBITDA auf € 43,6 Mio. (2022). Die EBITDA-Marge steigt von 14,6 % (2019, bereinigt) auf 20,6 % (2022).

Angesichts der im Planungszeitraum auslaufenden Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen vermindern sich die gesamten Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte nach 2020. Infolgedessen sinkt die Abschreibungsquote im Detailplanungszeitraum von 6,9 % (2019) auf 4,8 % (2022). Ohne eine Berücksichtigung der Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen sollen sich die Abschreibungen im Planungszeitraum infolge der geplanten Investitionen erhöhen.

Durch die geplanten Neuinvestitionen, die im Jahr 2020 mit € 3,2 Mio. von insgesamt € 8,0 Mio. zu einem wesentlichen Teil auf die Erweiterung von Kapazitäten entfallen, will die Gesellschaft sicherstellen, die plangemäß wachsende Nachfrage bedienen zu können. Einschließlich der in der Planungsrechnung aufgrund entsprechender Genehmigungen bereits für 2019 vorgesehenen Investitionen, die letztlich 2019 aber nicht mehr vorgenommen werden konnten und deshalb 2020 nachgeholt werden sollen (€ 3,2 Mio.), und der aktivierten Eigenleistungen (€ 3,2 Mio.) ist für 2020 ein Gesamtinvestitionsvolumen von € 14,4

¹⁸⁴ Gemessen an den Umsatzerlösen je FTE.

Mio. geplant. Für die nachfolgenden Jahre ergibt sich ein geringeres Gesamtinvestitionsvolumen (€ 10,7 Mio. bzw. € 11,0 Mio.), da insoweit keine Nachholeffekte zu berücksichtigen sind.

Trotz dieser Investitionen ist angesichts der dynamischen Entwicklung der Umsatzerlöse davon auszugehen, dass die Kapazitäten nach der Planungsrechnung zum Ende des Planungszeitraums nahezu vollständig ausgelastet sein werden. Insgesamt vermindert sich die Abschreibungsquote im Detailplanungszeitraum von 6,9 % (2019) auf 4,8 % (2022).

Auf dieser Grundlage ergibt sich im Planungszeitraum nahezu eine Verdreifachung des EBIT auf € 33,3 Mio. (2022). Die EBIT-Marge steigt von 7,7 % (2019, bereinigt) auf 15,7 % (2022).

Die Planungsrechnung ist entsprechend der externen Rechnungslegung nach dem Gesamtkostenverfahren aufgestellt. Gleichwohl ist auch eine Überleitung auf das Umsatzkostenverfahren möglich. Danach steigen die Herstellungskosten nach der Planungsrechnung im Planungszeitraum von € 112,1 Mio. (2020) auf € 132,4 Mio. (2022) und somit weitgehend umsatzproportional an. Angesichts des geplanten erheblichen Wachstums sollen auch die Vertriebskosten von € 10,8 Mio. (2020) auf € 12,3 Mio. (2022) nicht unerheblich, wenngleich deutlich geringer als die Umsatzerlöse ansteigen. Der plangemäße Anstieg der F&E-Aufwendungen von € 7,7 Mio. (2020) auf € 8,3 Mio. (2022), der Distributions- und Versandkosten von € 1,8 Mio. (2020) auf € 1,9 Mio. (2022) sowie insbesondere der Verwaltungsaufwendungen von € 23,6 Mio. (2020) auf € 24,7 Mio. (2022) ist erheblich geringer als der Anstieg der Umsatzerlöse und zeigt die nach der Planungsrechnung erwarteten wesentlichen Skaleneffekte an.

cd) Gesamtwürdigung

Insgesamt bewirken die vorstehend im Einzelnen beschriebenen Entwicklungen bis zum Ende der Detailplanungsphase nach der Planungsrechnung einen Anstieg der Umsatzerlöse auf € 212,1 Mio. und eine Verbesserung des EBIT auf € 33,4 Mio. Das entspricht einem Umsatzwachstum von 9,6 % p.a. (2019 bis 2022) und mehr als einer Verdoppelung der EBIT-Marge auf 15,7 % (2022).

Vor dem Hintergrund der Planungsdocumentationen, der erteilten Auskünfte sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten erachtet der Bewertungsgutachter die Unternehmensplanung als grundsätzlich für Bewertungszwecke geeignet. Allerdings war die Planungsrechnung zum Zeitpunkt der Zeichnung des Bewertungsgutachtens nicht mehr belastbar, da sie die negativen Effekte aus der Corona-Pandemie noch nicht reflektierte.

Nach Einschätzung des Bewertungsgutachters sind die vom Management geplanten Maßnahmen zur Steigerung der Umsatzerlöse zwar grundsätzlich nachvollziehbar. Unter Berücksichtigung der Markterwartungen erscheine das durchschnittliche Wachstum der Umsatzerlöse nach der Planungsrechnung jedoch als sehr ambitioniert. Die Prognose zur Entwicklung der Profitabilität nach der Planungsrechnung ist nach seiner Auffassung sowohl unter Berücksichtigung der langfristigen Risiken als auch unter Berücksichtigung der in der Vergangenheit erzielten Profitabilität als deutlich ambitioniert zu beurteilen.



Bei unserer Prüfung der Planungsrechnung haben wir auch einen Vergleich zu der beobachteten¹⁸⁵ bzw. erwarteten¹⁸⁶ Entwicklung der Vergleichsunternehmen¹⁸⁷ gezogen. Die Ergebnisse dieser Analyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Planung der Umsatzerlöse deutlich oberhalb des Medians der Wachstumserwartungen für die Peers
- EBITDA-Marge bzw. EBIT-Marge in der Vergangenheit deutlich unterhalb der Margen der Peers, unter denen sich Marktakteure befinden, die aufgrund ihrer Größe in der Lage sind, weitaus höhere Skaleneffekte zu realisieren
- Gemäß Planung Annäherung an die Margen der Peers

Auch unter Würdigung dieser Analyseergebnisse sowie eingedenk der wesentlichen Stärken und Schwächen bzw. Chancen und Risiken des Geschäftsmodells von First Sensor halten wir die Planung der Umsatzerlöse und des EBIT nach der Planungsrechnung ebenfalls für ambitioniert. Die Planung des EBIT spiegelt nach unserer Auffassung die Chancen und Risiken des uns dargelegten Geschäftsmodells nach der Planungsrechnung in einem eher die Chancen übergewichtenden Verhältnis wider.

d) Ausblick i.R.d. Prognoserechnung

Die Planungsrechnung berücksichtigt nicht die erheblichen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die konjunkturelle Lage im Allgemeinen sowie die industriespezifischen Zuliefer- und Abnehmermärkte von First Sensor im Besonderen. Der Vorstand von First Sensor hat als Ergebnis seiner Analysen zu den derzeit erwarteten Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die operative Tätigkeit des First Sensor-Konzerns einen Ausblick erstellt, der folgende Unterschiede zwischen der ursprünglichen Planungsrechnung und der aktuellen Prognoserechnung beinhaltet:

First Sensor – Konzern Abweichungsanalyse € Mio.	Prognoserechnung		
	2020	2021	2022
Umsatzerlöse	-18,8	-20,7	-22,9
Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	-0,1	0,0	0,0
Gesamtleistung	-19,0	-20,7	-22,9
Materialaufwand/Aufwand für bezogene Leistungen	9,1	9,0	10,0
Rohhertrag	-9,9	-11,7	-13,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	1,0	1,1	1,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7	0,7	0,7
EBITDA	-8,2	-9,9	-11,1
Abschreibungen auf Sachanlagen u. immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,0	0,0
EBIT	-8,0	-9,9	-11,1
Prognoserechnung (in % der Umsatzerlöse)			
Materialaufwand/ Aufwand für bezogene Leistungen	-45,0%	-44,3%	-44,3%
Rohhertrag	57,2%	57,4%	57,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,6%	0,5%	0,4%
Personalaufwand	-34,9%	-34,3%	-32,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7%	-9,0%	-8,4%
EBITDA-Marge	13,1%	14,6%	17,2%
Abschreibungen auf Sachanlagen u. immaterielle Vermögenswerte	-7,4%	-6,8%	-5,4%
EBIT-Marge	5,7%	7,8%	11,7%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Die Abweichungen zwischen der Planungsrechnung und der Prognoserechnung bei den Umsatzerlösen sind insbesondere auf Zulieferprobleme auf der Lieferantenseite und angekündigte bzw. bereits vollzogene Werkschließungen von Automobilunternehmen zurückzuführen. Nach den uns erteilten Auskünften hat sich die für 2020 bei den Umsatzerlösen vorgenommene Aktualisierung v.a. durch die Entwicklung des Auftragsbestands bereits zur Hälfte manifestiert. Die verbleibende Aktualisierung ist insbesondere

¹⁸⁵ Geschäftsberichte für die Jahre 2017 bis 2019.

¹⁸⁶ Schätzungen von Analysten für die Jahre 2020 bis 2022.

¹⁸⁷ Unternehmen der Peer Group, die zur Ableitung des Betafaktors für die Bewertung von First Sensor herangezogen worden sind; vgl. Abschnitt D.IV.5.bcc), S 89 f.

auf die Ankündigung der zunehmenden Dauer der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie zurückzuführen.

Aufgrund der Verschiebung einzelner Aufträge sowie Reduzierungen volumenseitiger Abrufe oder Stornierungen ist das ursprünglich erhoffte erhebliche Wachstum der Umsatzerlöse im Jahr 2020 (+8,0 %) unrealistisch geworden. Aus einer Reduzierung der Erwartungen für das Planjahr 2020 um rd. 10,8 Prozentpunkte ergibt sich auf Grundlage der Prognoserechnung ein geringfügiger Rückgang der Umsatzerlöse (-3,7 %) gegenüber dem Vorjahr.

Da nach Einschätzung des Vorstands von First Sensor eine grundsätzliche Beeinträchtigung des Geschäftsmodells durch die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie nicht zu erwarten ist, hat er seine mittelfristigen Wachstumserwartungen nicht angepasst. Unter Beibehaltung der sich aus der Planungsrechnung ergebenden Wachstumsraten ergeben sich aus dem reduzierten Ausgangswert für das laufende Geschäftsjahr (2020) die Minderungen der mittelfristigen (2021 und 2022) absoluten Umsatzerwartungen. Die für das Planjahr 2022 aktuell erwarteten Umsatzerlöse (€ 189,2 Mio.) liegen um rd. 17,2 % über den zuletzt (2019) erzielten Umsatzerlösen (€ 161,3 Mio.). Trotz der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie soll First Sensor das in der betrachteten Vergangenheit (2017 bis 2019) erzielte Wachstum (CAGR +4,6 %) nach den aktualisierten Erwartungen auch mittelfristig (2020 bis 2022) fortsetzen (CAGR 2019/2022 +5,5 %).

Bei der Überarbeitung der Planungsrechnung war zu berücksichtigen, dass sich die Aufwendungen teilweise nicht proportional zu den Umsatzerlösen reduzieren lassen. Aufgrund des teilweise fixen Charakters der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wirken sich die getroffenen bzw. beabsichtigen Maßnahmen zur Verminderung der Aufwendungen nicht proportional in gleichem Umfang aus wie die erwarteten Umsatzminderungen, so dass sich die Aufwandsquoten gegenüber der Planungsrechnung teilweise erhöhen. Dies gilt insbesondere für die Personalaufwandsquote, die sich nicht mehr wie ursprünglich geplant substantiell vermindern, sondern zunächst ansteigen und dann auf die zuletzt (2019) festgestellte Größenordnung (32,6 %) fallen soll (2022: 32,3 %).

Insgesamt wird sich die EBIT-Marge erwartungsgemäß nicht mehr sukzessive auf 15,7 % steigern lassen. Vielmehr ergibt sich aus der Prognoserechnung ein Einbruch von 7,7 % (2019, bereinigt) auf 5,7 % (2020). Schon im Jahr 2021 (7,8 %) soll die EBIT-Marge wieder dem in der Vergangenheit beobachteten Niveau entsprechen. Für 2022 (11,7 %) wird eine weitere substantielle Verbesserung erwartet.

Der Bewertungsgutachter kommt zusammenfassend zu dem Ergebnis, dass die angepasste Prognose der Entwicklung des First Sensor-Konzerns trotz der Berücksichtigung der zu erwartenden Auswirkungen der Corona-Pandemie auf das operative Ergebnis von First Sensor vor dem Hintergrund der bestehenden Risiken und der in der Vergangenheit erzielten Profitabilität als ambitioniert zu beurteilen ist.

Als Ergebnis unserer Analysen sind wir zusammenfassend ebenfalls zu der Auffassung gelangt, dass die Prognoserechnung von First Sensor angesichts der bestehenden Risiken tendenziell als ambitioniert einzuschätzen ist.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Feststellungen aus der Analyse des Planungsprozesses, der Planungstreue und der vorgelegten Planungsrechnung selbst ist festzuhalten, dass die vorgelegte und aufgrund der erwarteten wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie Prognoserechnung geeignet ist, um auf ihrer Grundlage den objektivierten Unternehmenswert von First Sensor zum 26. Mai 2020 zu ermitteln.

e) Ergebnisbeiträge der bewertungsrelevanten Synergien

Angesichts ihrer Verabschiedung am 3. Dezember 2019 enthält die vorgelegte Planungsrechnung keine Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss mit der TE Ltd. Gleiches gilt für die Prognoserechnung.

Ausgehend von dem Grundsatz, dass sog. unechte Synergien bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts zu berücksichtigen sind, hat der Bewertungsgutachter eine Abschätzung der bewertungsrelevanten Synergien auf Grundlage der Angaben im Übernahmeangebot vom 8. Juli 2019¹⁸⁸ und ergänzender Erläuterungen durch First Sensor und die TE Ltd. vorgenommen.

First Sensor und die TE Ltd. halten es für denkbar, die in der Vergangenheit bereits praktizierte kooperative Geschäftsbeziehung wieder intensivieren zu können und aus dieser intensiveren Zusammenarbeit Umsatz- und Kostensynergien realisieren zu können. Nach ihrer Einschätzung ist der beabsichtigte Abschluss des BGAV nicht erforderlich, um die Umsatzensynergien heben zu können. Diese unechten Synergien sind bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts von First Sensor zu berücksichtigen, sofern die synergiestiftenden Maßnahmen bereits hinreichend konkretisiert sind und soweit sie bei First Sensor anfallen. First Sensor und TE Ltd. sind ferner der Auffassung, dass es erforderlich ist, zunächst den BGAV abzuschließen, bevor die Kostensynergien gehoben werden können. Insoweit handelt es sich nach der Definition des IDW S 1 um sog. echte Synergien, die bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich nicht zu berücksichtigen sind.

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

Schließlich sind der Steuerung und Koordinierung von Aktivitäten im faktischen Konzernverhältnis enge Grenzen gesetzt. Der Vorstand von First Sensor ist nach § 76 Abs. 1 AktG weiterhin verpflichtet, First Sensor in eigener Verantwortung zu leiten. Rechtsgeschäfte mit Unternehmen der TE-Gruppe, die nicht gleichzeitig auch Unternehmen des First Sensor-Konzerns sind, die auf Veranlassung oder im Interesse von TE Connectivity vorgenommen werden oder Maßnahmen, die auf Veranlassung oder im Interesse von TE Connectivity getroffen oder unterlassen werden, sind nach § 311 Abs. 1 AktG nicht zulässig, wenn sie für First Sensor nachteilig sind, es sei denn die daraus entstehenden Nachteile sind quantifizierbar

¹⁸⁸ Vgl. Abschnitt D.IV.1.a), S. 28 ff.

und werden First Sensor durch TE Connectivity ausgeglichen. Über diese Rechtsgeschäfte und Maßnahmen ist gemäß § 312 AktG zu berichten. Dabei ist es erforderlich, für jedes dieser Rechtsgeschäfte bzw. Maßnahmen eine Einschätzung zu treffen, ob der Abschluss des Rechtsgeschäfts oder die Vornahme der Maßnahme für First Sensor nachteilig ist und ob etwaige Nachteile ausgeglichen wurden.

Eine solche Einzelfallprüfung kann umfangreiche Analysen erfordern und die Vorstandsressourcen stark einbinden, ohne dass die Prüfung in jedem Fall zu einem absolut rechtssicheren Ergebnis führt. Dies gilt insbesondere für den Austausch von Knowhow und geschäftlichen Informationen. In solchen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht gar oftmals unmöglich, etwaige Nachteile bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass derartige Maßnahmen im faktischen Konzernverhältnis nicht mit hinreichender rechtlicher Sicherheit möglich sind und nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können bzw. ganz zu unterbleiben haben. Es erscheint uns deshalb nachvollziehbar, dass sich der Vorstand von First Sensor auf den Standpunkt stellt, dass der zur Hebung von Kostensynergien erforderliche enge Informationsaustausch vor Abschluss des beabsichtigten BGAV aus rechtlichen Gründen nicht möglich ist.

Andererseits lassen sich aus der Hebung von bestimmten Kostensynergien auch ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrags zusätzliche Ergebnispotenziale für First Sensor erschließen, die allen Aktionären – und damit auch den außenstehenden Aktionären – zugutekommen. Insoweit hat der Vorstand eine Einschätzung vorzunehmen, ob denkbare synergienstiftende Maßnahmen im Einzelfall möglicherweise zu Vorteilen führen können, welche die eventuell damit verbundenen Nachteile übersteigen.

Auf Grundlage der bisher durchgeführten Analysen konnten kostenseitige Synergien bis dato nur überschlägig abgeschätzt werden. Zudem ist es derzeit nicht nur unsicherheitsbehaftet, inwiefern diese Synergien überhaupt ohne einen BGAV gehoben werden können, sondern auch wie das Synergiepotenzial auf First Sensor und die TE Ltd. zu allokiert ist. Trotz der Unsicherheiten einer Realisierbarkeit auch ohne Beherrschungsvertrag ist der Bewertungsgutachter für Bewertungszwecke werterhöhend davon ausgegangen, dass diese kostenseitigen Synergien zu 50 % unechte Synergien betreffen, von denen 50 % auf den First Sensor-Konzern entfallen.

Auf Grundlage der vorliegenden Informationen halten wir es für nachvollziehbar, dass allenfalls 50 % der kostenseitigen Synergien auch ohne Abschluss eines Beherrschungsvertrags realisiert werden könnten. Durch den Ansatz eines Mittelwerts trägt der Bewertungsgutachter der Bandbreite, die durch folgende denkbaren Extrempositionen aufgespannt ist, nach unserer Auffassung angemessen Rechnung:

- 100 % echte Synergien (Einschätzung von First Sensor und TE Ltd., der Abschluss eines Beherrschungsvertrags ist für jede Maßnahme zur Hebung der kostenseitigen Synergien erforderlich)
- 100 % unechte Synergien (sämtliche Maßnahmen sind realisierbar, weil der notwendige Informationsaustausch zur Hebung der kostenseitigen Synergien nicht zu Nachteilen führt)



Darüber hinaus halten wir es bei der gegebenen Informationslage ebenfalls für nachvollziehbar, dass 50 % der kostenseitigen Synergien auf den First Sensor-Konzern entfallen. Durch den Ansatz eines Mittelwerts trägt der Bewertungsgutachter der Bandbreite, die durch folgende denkbaren Extrempositionen aufgespannt ist, nach unserer Auffassung angemessen Rechnung:

- Proportionale Aufteilung der kostenseitigen Synergien anhand der Größenverhältnisse zwischen TE-Gruppe ohne First Sensor-Konzern einerseits und First Sensor-Konzern andererseits
- Optimierungspotenzial im Wesentlichen im First Sensor-Konzern, da größenbedingte Einkaufsvorteile in der TE-Gruppe bereits genutzt werden und die Fertigungseffizienz im Wesentlichen nur im First Sensor-Konzern gesteigert werden kann

Grundsätzlich ist nach Einschätzung des Bewertungsgutachters zwar zu vermuten, dass die ursprünglich erwarteten Synergien aufgrund der Corona-Pandemie nicht mehr in Gänze zu realisieren sein werden. Es sei fraglich, ob sich die ursprünglich erwarteten Umsatzsynergien angesichts von krisenbedingten Rückgängen der Nachfrage realisieren lassen. Hinsichtlich der erwarteten Kostensynergien stehe zu befürchten, dass sich diese aufgrund einer krisenbedingt erschwerten Zusammenarbeit und einer Verzögerung von Integrationsmaßnahmen nicht wie ursprünglich erwartet heben lassen. Gleichwohl hat der Bewertungsgutachter die Synergien in unveränderter Höhe unternehmenswerterhöhend berücksichtigt.

Wir halten die Einschätzung des Bewertungsgutachters für nachvollziehbar. Die Berücksichtigung der Synergien in gegenüber der ursprünglichen Einschätzung unveränderter Höhe ist angemessen i.S.d. AktG.

Auf dieser Grundlage hat der Bewertungsgutachter die Prognoserechnung der Gesellschaft wie folgt um Ergebnisbeiträge der bewertungsrelevanten Synergien ergänzt:

First Sensor – Konzern Prognoserechnung ergänzt um Synergien €Mio.	Plan		
	2020	2021	2022
EBIT (Prognoserechnung) vor Synergien	8,9	13,3	22,2
Umsatzseitige Synergien	1,5	8,9	13,5
Aufwendungen in Verbindung mit umsatzseitigen Synergien	-1,3	-7,4	-11,3
Kostenseitige Synergien	1,3	2,5	3,8
EBIT (Prognoserechnung) nach Synergien	10,3	17,3	28,2
EBITDA-Marge (Prognoserechnung) vor Synergien	13,1%	14,6%	17,2%
EBITDA-Marge (Prognoserechnung) nach Synergien	13,9%	16,0%	19,0%
EBIT-Marge (Prognoserechnung) vor Synergien	5,7%	7,8%	11,7%
EBIT-Marge (Prognoserechnung) nach Synergien	6,6%	9,6%	13,9%

Quellen: TE Ltd. und First Sensor, Angaben des Bewertungsgutachters.

Die TE Ltd. und First Sensor erwarten, dass umsatzseitige Synergien auf Basis von Cross-Selling-Initiativen auf Seiten von First Sensor realisiert werden können. Diese ergeben sich zum einen aus der deutlich stärker ausgeprägten Kompetenz von First Sensor bei optischen Sensoren, die künftig zusätzlich auch über die weltweite Vertriebsorganisation vermarktet werden können. Zum anderen bestehe generell eine hohe Kompatibilität zwischen den Produkten von First Sensor und der TE Ltd., die weitere umsatzseitige Synergien bei First Sensor erwarten lassen.

Die Hebung der umsatzseitigen Synergien erfordert Vorlaufzeiten, weshalb im Planjahr 2020 erst ein Bruchteil der nachhaltig (ab 2024) erhofften Synergien (€ 27,6 Mio. p.a.) realisiert werden kann. In einer Nebenrechnung ist uns die Aufteilung der Umsatzsynergien auf Produktbereiche und der erwartete zeitliche Anfall dargelegt worden. Für die optischen Sensoren werden bereits 2020 zusätzliche Umsätze bei First Sensor aus einer Vermarktung in den Regionen APCA und Americas erwartet. Die darüber hinaus

erwarteten Umsatzsynergien betreffen vier Anwendungsbereiche, in denen ab 2021 zusätzliche Umsätze generiert werden sollen.

Diese Nebenrechnung beinhaltet auch die Kalkulation des mit den umsatzseitigen Synergien erzielbaren EBIT. Als Ergebnis dieser Kalkulation ergibt sich eine EBIT-Marge von 13,3 % (2020) bzw. 16,4 % (ab 2021). Diese Margen sind deutlich höher (2020 und 2021) bzw. geringfügig höher (2022) als die EBIT-Margen, die sich für First Sensor auf Stand-Alone-Basis ergeben.¹⁸⁹ In der Kalkulation zeigen sich somit auch Skaleneffekte.

Als kostenseitige Synergien haben die Vertragspartner Synergieeffekte aus der Steigerung der Fertigungseffizienz im Produktionsbereich und Kostensynergien im Einkauf identifiziert. Das Übernahmeangebot vom 8. Juli 2019 beziffert die Kosteneinsparpotenziale des zusammengeführten Unternehmens bis zum Jahr 2022 mit bis zu € 15,0 Mio. p.a. Auf Grundlage der Annahme, dass 50 % dieser Kostensynergien als unechte Synergien grundsätzlich zu berücksichtigen sind und der weiteren Annahme, dass 50 % der grundsätzlich zu berücksichtigenden Synergien auf First Sensor entfallen, ergibt sich für das Jahr 2022 ein in der Bewertung von First Sensor zu berücksichtigendes Kostensenkungspotenzial von € 3,75 Mio. Der Bewertungsgutachter hat vereinfachend weiter unterstellt, dass sich dieses Potenzial linear, beginnend mit dem Jahr 2020, aufbaut.

Wir halten diese vereinfachende Annahme für sachgerecht, zumal zu berücksichtigen ist, dass auch die Hebung von Kostensynergien gewisser Vorlaufzeiten bedarf.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ermittlung der bewertungsrelevanten Synergien inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Dabei ergaben sich keine Beanstandungen. Wir weisen dennoch darauf hin, dass eine dezidierte Analyse der kostenseitigen Einsparpotenziale aus rechtlichen Gründen noch nicht vorgenommen worden ist. Nach unserer Auffassung ist die sich auf vereinfachende Annahmen stützende Berechnung der zu berücksichtigenden Kostensynergien sachgerecht. Wir haben im Verlauf unserer Prüfungsarbeiten zudem keinen Anhaltspunkt dafür gefunden, dass weitere unechte Synergieeffekte erzielt werden könnten.

Zusammenfassend halten wir die Ergänzung der Prognoserechnung um Ergebnisbeiträge der bewertungsrelevanten Synergien für sachgerecht und nachvollziehbar.

¹⁸⁹ Vgl. Abschnitt D.IV.4.ca), S. 51.

f) Nachhaltiges operatives Ergebnis (EBIT)

Zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) hat der Bewertungsgutachter die künftige Ertragskraft des First Sensor-Konzerns bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen abgeschätzt.

In einem ersten Schritt hat er die Umsatzerlöse des First Sensor-Konzerns im letzten Planjahr (2022) gemäß der Prognoserechnung auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt.

Ein volumenseitiges Wachstum des First Sensor-Konzerns kann sich nach seiner Auffassung über den Detailplanungszeitraum hinaus für weitere drei Jahre fortsetzen, da der First Sensor-Konzern seine Kapazitäten in der Planungsrechnung so geplant hatte, dass diese ausreichend waren, um das ursprünglich für 2022 geplante Umsatzniveau (€212,1 Mio.) erreichen zu können. Ausgehend von den für das Jahr 2022 gemäß der Prognoserechnung derzeit erwarteten Umsatzerlösen (€189,2 Mio.) und der Einschätzung des Vorstands von First Sensor, dass das ursprünglich für 2022 geplante Umsatzniveau mit einer Verzögerung von drei Jahren erreicht werden kann, hat er das weitere Wachstumspotenzial durch eine lineare Steigerung der Umsatzerlöse im Zeitraum 2023 bis 2025 abgebildet.

Nach vollständiger Berücksichtigung der Wachstumspotenziale aus der Planungsrechnung werden die Kapazitäten des First Sensor-Konzerns nahezu vollständig ausgeschöpft sein. Ein weiteres volumenseitiges Wachstum des First Sensor-Konzerns sei nur durch erhebliche und stark unsicherheitsbehaftete Investitionen in den Aufbau neuer Produktionsanlagen und -stätten denkbar. Das sei im Übrigen nicht geplant.

Wir halten die dargestellte Einschätzung des Bewertungsgutachters, dass sich das Wachstum von First Sensor über den Detailplanungszeitraum hinaus für drei weitere Jahre in dem beschriebenen Umfang fortsetzen kann, dass aber nachfolgend nicht von nachhaltigen Volumensteigerungen auszugehen ist, aufgrund unserer Prüfung für zutreffend.

Demzufolge sind bei der Ermittlung der nachhaltig zu erwartenden Umsatzgröße im Wesentlichen nur inflationsbedingte Wachstumseffekte zu berücksichtigen. Der Bewertungsgutachter hat unter Hinweis auf die Zyklizität der Abnehmermärkte und einer Zunahme der Wettbewerbsintensität im Sensormarkt sowie eines langfristig zunehmenden Preiswettbewerbs ein nachhaltiges Umsatzwachstum von 1,0 % p.a. angenommen.

Ein preisbedingtes Wachstum der Umsatzerlöse von First Sensor um 1,0 % ist aus prüferischer Sicht nicht zu beanstanden.¹⁹⁰

Die von der Gesellschaft nach der Planungsrechnung für 2022 geplanten Umsatzerlöse (€212,1 Mio.) sollen drei Jahre später erzielt werden können, was in der Verlängerung der Prognoserechnung abgebildet ist. Einschließlich des erwarteten Preiswachstums ergibt sich nach den Berechnungen des Bewertungsgutachters eine nachhaltig ab 2025 zu erwartende Umsatzgröße von €214,2 Mio. (ohne Synergien).

¹⁹⁰ Vgl. Abschnitt D.IV.5.c), S. 92 ff.



Die Umrechnung der in den Jahren 2023 bis 2025 noch erheblich steigenden Umsatzerlöse in eine barwertäquivalente Annuität führt zu einem nachhaltig im Durchschnitt für die Jahre ab 2023 angesetzten Umsatzniveau von € 208,8 Mio. (ohne Synergien), welches um € 19,6 Mio. über den Umsatzerlösen des letzten Planjahres (2022) gemäß der Prognoserechnung (€ 189,2 Mio.) liegt.

Der Bewertungsgutachter hat die Ermittlung des nachhaltig ab 2025 ohne die umsatzseitigen Synergien erzielbaren Umsatzniveaus (€ 214,2 Mio.) bzw. die sich auf dieser Grundlage ergebende und ab dem Jahr 2023 barwertäquivalent angesetzte Annuität (€ 208,8 Mio.) so vorgenommen, dass diese Beträge auch ein Preiswachstum von insgesamt 1,0 % beinhalten. Nach unserer Auffassung wäre ein nachhaltiges Preiswachstum erst ab dem Jahr 2026 anzusetzen gewesen, da die der Nebenrechnung zugrunde gelegten Umsatzerlöse der Planungsrechnung annahmegemäß das ursprünglich erwartete und nunmehr mit einem Zeitversatz von drei Jahren angesetzte Umsatzvolumen und damit sowohl volumen- als auch preisbedingte Wachstumseffekte gleichermaßen beinhalten.

Nach unserer Auffassung sind die sich aus der Nebenrechnung ergebenden Umsatzerlöse der Jahre 2023 bis 2025 somit um das in ihnen enthaltene, zusätzlich angesetzte preisbedingte Wachstum von insgesamt 1,0 % überhöht. I.S.d. AktG ist das nicht zu beanstanden.

Über die vorstehend dargestellten nachhaltigen Umsatzerlöse (ohne Synergien) hinaus sind zudem Umsatzsynergien aus der angedachten Zusammenarbeit mit der TE-Gruppe zu berücksichtigen. Die für 2022 erwarteten Umsatzsynergien sind – ebenso wie die Umsatzerlöse nach der Prognoserechnung – keine geeignete Grundlage, um das nachhaltig aus Umsatzsynergien zu erwartende Niveau unmittelbar abschätzen zu können, da die Realisierung des vollen Synergiepotenzials erst im Jahr 2024 zu erwarten ist.

Der Bewertungsgutachter hat aus den erwarteten Umsatzsynergien für die Jahre 2023 und 2024 und einer danach insoweit mit einem Wachstum von 1,0 % p.a. fortgeführten Umsatzreihe in zutreffender Weise eine barwertäquivalente Annuität von € 27,0 Mio. berechnet. Auf dieser Grundlage ergibt sich insgesamt ein nachhaltiges Umsatzniveau von € 235,7 Mio.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter das nachhaltige Umsatzniveau unter Ansatz einer von ihm als nachhaltig erachteten EBITDA-Marge in ein nachhaltiges EBITDA überführt. Da der Vorstand von First Sensor erwartet, dass die Corona-Pandemie lediglich kurz- und mittelfristige Auswirkungen auf die operative Geschäftstätigkeit des First Sensor-Konzerns haben wird, sei zu erwarten, dass die sich aus der Planungsrechnung ergebende Profitabilität langfristig erreichbar sein wird.

Nach Einschätzung des Bewertungsgutachters ist die EBITDA-Marge des letzten Planjahres der Planungsrechnung (20,6 %) allerdings keine geeignete Ausgangsgröße für die Abschätzung der nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden EBITDA-Marge. Schließlich werde First Sensor langfristig konjunkturellen und branchenzyklischen Schwankungen ausgesetzt sein, während für den Planungszeitraum von der Gesellschaft gemäß der Planungsrechnung unter den Annahmen eines positiven konjunkturellen und branchenspezifischen Umfelds eine stetig steigende EBITDA-Marge erwartet worden ist.

Um den konjunkturellen und branchenzyklischen Schwankungen Rechnung zu tragen, hat der Bewertungsgutachter die nachhaltige EBITDA-Marge (ohne Synergien) aus dem Durchschnitt der beiden letzten Planjahre (2021 und 2022) der Planungsrechnung (19,4 % ohne Synergien) gebildet. Er hat des Weiteren angenommen, dass sich die gesamte Verbesserung der Marge (+2,2 Prozentpunkte) gegenüber der Prognoserechnung (2022 ohne Synergien: 17,2 %) linear über den Zeitraum 2023 bis 2025 erreichen lässt. Aus der Umrechnung in eine barwertäquivalente Annuität für die Jahre ab 2023 ergibt sich ein nachhaltiges EBITDA (ohne Synergien) i.H.v. €40,2 Mio., was einer EBITDA-Marge von 19,3 % entspricht.

Die sich so ergebende EBITDA-Marge ist zum einen um die Effekte aus den Umsatzsynergien und den damit verbundenen Aufwendungen auf die nachhaltige EBITDA-Marge zu ergänzen. I.R.d. Berechnung der nachhaltigen Umsatzsynergien hat der Bewertungsgutachter eine Annuität berechnet, die berücksichtigt, dass sich die nachhaltigen Umsatzsynergien erst ab dem Jahr 2024 realisieren lassen. Bei der Berechnung des nachhaltigen EBITDA aus den Umsatzsynergien ist er in gleicher Weise vorgegangen. Darüber hinaus ist auch der nachhaltige Effekt aus den kostenseitigen Synergien zu berücksichtigen. Dieser ergibt sich aus den mit der Wachstumsrate (1,0 %) fortgeführten Kostensynergien des Jahres 2022. Auf dieser Grundlage ergibt sich insgesamt ein nachhaltiges EBITDA i.H.v. €48,4 Mio. und eine nachhaltige EBITDA-Marge von 20,5 %.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die vorstehend dargestellte Systematik und die zugehörigen Berechnungen ohne Beanstandungen nachvollziehen. Im Hinblick auf die Bestimmung eines geeigneten Zeitraums für die Ableitung eines nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden Ergebnisniveaus haben wir intensive Diskussionen mit dem Bewertungsgutachter geführt. Nach unserer Auffassung wird durch den letztlich gewählten Ansatz das nachhaltig zu erwartende Ergebnisniveau nicht unterschätzt.

Die nachhaltige EBITDA-Marge (20,5 %) liegt über dem Durchschnitt der Jahre des betrachteten Vergangenheitszeitraums (12,3 %) bzw. der Jahre des Detailplanungszeitraums (19,5 % gemäß der Planungsrechnung bzw. 16,3 % gemäß der Prognoserechnung). Der Bewertungsgutachter weist als Ergebnis seiner sog. Benchmarking-Analyse darauf hin, dass eine EBITDA-Marge von 20,5 % unterhalb der durch das erste bis dritte Quartil aufgespannten Bandbreite der vergangenen und erwarteten EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen und unterhalb des Medians der Vergleichsunternehmen liegt. Allerdings nähert sich die angenommene EBITDA-Marge (unter Berücksichtigung von Synergien) den höheren Margen der Vergleichsunternehmen über den Detailplanungszeitraum an.

Bei Würdigung der Benchmarking-Analyse sei zu beachten, dass sich unter den Vergleichsunternehmen auch Marktakteure befinden, die aufgrund ihrer Größe deutlich höhere Skaleneffekte erzielen können. Vor dem Hintergrund der zyklischen Zielmärkte Industrial und Mobility sowie der erwarteten Zunahme der Wettbewerbsintensität in allen drei Zielmärkten sei die angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge als ambitioniert zu betrachten.

Nach unserer Auffassung ergeben sich aus den dargestellten Analysen keine Hinweise dafür, dass die nachhaltige EBITDA-Marge zu gering veranschlagt sein könnte.



Bei Überleitung des EBITDA auf das EBIT hat der Bewertungsgutachter die von ihm als nachhaltig in einem eingeschwungenen Zustand erforderlich angesehenen Investitionen angesetzt. Zu deren Ableitung hat er die Netto-Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte des letzten Planjahres (2022) mit der Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben. Der sich auf dieser Grundlage ergebende nachhaltige Investitionsbedarf (€ 12,7 Mio.) berücksichtigt, dass die Produktionskapazitäten ab dem Geschäftsjahr 2025 nahezu erschöpft sein werden. Zum Erhalt des Umsatzniveaus seien jedoch Investitionen zur Substanzerhaltung und Modernisierung sowie zur Gewährleistung des technologischen Fortschritts erforderlich.

Als Ergebnis unserer Prüfung halten wir die vom Bewertungsgutachter angenommene Höhe der nachhaltig im Durchschnitt erforderlichen Investitionen für angemessen begründet und insgesamt zutreffend abgeleitet.

Bei Annahme eines eingeschwungenen Zustands sind Abschreibungen in gleicher Höhe (€ 12,7 Mio.) anzusetzen. Unter Berücksichtigung dieser Normalisierungen ergibt sich ein nachhaltiges EBIT i.H.v. € 35,7 Mio. und eine nachhaltige EBIT-Marge von 15,2 %. Diese liegt deutlich über den im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse erzielten bzw. im Planungshorizont durchschnittlich erwarteten EBIT-Margen.

Vor dem Hintergrund der Erläuterungen des Bewertungsgutachters, der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden EBIT zusammenfassend insgesamt für gut begründet und das Ergebnis für plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen. Die dabei getroffenen Annahmen sind nach unserer Auffassung angemessen i.S.d. AktG.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat das nachhaltige operative Ergebnis (EBIT) in plausibler und insgesamt nachvollziehbarer Weise abgeleitet.

g) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

ga) Cashflow-Anpassungen in der ewigen Rente

Das nachhaltige EBIT ist in nachhaltige Einnahmenüberschüsse aus dem operativen Geschäft zu überführen. Ebenso wie das nachhaltige Ergebnis werden auch das Anlagevermögen und das Netto-Umlaufvermögen sowie die Finanzverbindlichkeiten in der Phase der ewigen Rente grundsätzlich mit der Preissteigerungsrate wachsen.

In der Bewertungspraxis werden deshalb oftmals Teile des nachhaltigen Ergebnisses zur Finanzierung des preisbedingten Bilanzwachstums einbehalten, so dass sich die den Anteilseignern zuzurechnenden Netto-Ausschüttungen um diese wachstumsbedingten Thesaurierungen bzw. Cashflow-Anpassungen vermindern.

Im vorliegenden Fall hat der Bewertungsgutachter aus Wesentlichkeitsgründen davon abgesehen, Teile des nachhaltigen Ergebnisses zur Finanzierung von Wachstumseffekten der Bilanz einzubehalten.

Nach unserer Einschätzung würden sich die Netto-Einnahmen der Anteilseigner geringfügig vermindern, wenn auch im vorliegenden Bewertungsfall eine derartige Anpassung vorgenommen werden würde. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist demzufolge nicht zu beanstanden.

gb) Finanzergebnis

Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis – ausgehend vom Vermögensstatus der Gesellschaft zum 31. Dezember 2019 – i.R.d. Fortschreibung der Bilanz und einer integrierten Finanzplanung abgeleitet. Dabei ist er von der Bilanz- und Finanzplanung der Gesellschaft ausgegangen.

Aus bewertungssystematischen Gründen hat der Bewertungsgutachter die Planung der liquiden Mittel in Abstimmung mit der Gesellschaft modifiziert. Nach Einschätzung des Vorstands von First Sensor ist es erforderlich, aber auch ausreichend, den sich im Durchschnitt für einen Monat ergebenden Umsatz als Liquidität vorzuhalten. Er hält demzufolge lediglich einen Teilbetrag von € 13,4 Mio. der zum 31. Dezember 2019 ausgewiesenen liquiden Mittel (€ 32,3 Mio.) für betriebsnotwendig. Der Bewertungsgutachter hat die insoweit nicht erforderliche Liquidität (€ 18,9 Mio.) für Bewertungszwecke mit kurzfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten verrechnet. Auf dieser Grundlage hat er die Bilanz- und Finanzplanung eigenständig fortentwickelt.

Wir halten die Einschätzung des Vorstands der Gesellschaft zur Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität für nachvollziehbar. Die aktuellen Entwicklungen im Zusammenhang mit der Corona-Krise zeigen vielmehr, dass eine Mindestliquidität in Höhe eines Monatsumsatzes keineswegs zu großzügig bemessen ist. Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die sich auf dieser Grundlage ergebende Bilanz- und Finanzplanung ohne Beanstandungen abstimmen.

Die Fortentwicklung der Bilanz durch den Bewertungsgutachter beinhaltet auch eine Planung der Ausschüttungen. In der Planungsrechnung der Gesellschaft ist eine Ergebnisverwendung nicht abgebildet. Der Bewertungsgutachter hat in Anlehnung an die geplante Ausschüttungspolitik der Gesellschaft bei Fortentwicklung der Bilanz eine Ausschüttungsquote von 30,0 % angenommen. Da er die Thesaurierungen den Anteilseignern bereits in der Detailplanungsphase fiktiv unmittelbar zurechnet, werden auch sie in der Bilanz- und Finanzplanung entnommen.

Die verzinslichen Verbindlichkeiten beinhalteten im Wesentlichen langfristige Bankdarlehen und Leasingverbindlichkeiten sowie Pensionsrückstellungen. Als Ergebnis der integrierten Bilanz- und Finanzplanung mindern sich die verzinslichen Verbindlichkeiten insgesamt zunächst und steigen nachfolgend geringfügig wieder an. Über den gesamten Detailplanungszeitraum hinweg ergibt sich ein Durchschnittsbestand der verzinslichen Verbindlichkeiten i.H.v. € 52,2 Mio. Nachhaltig ist nach den durchgeführten Berechnungen von einem Durchschnittsbestand i.H.v. € 59,0 Mio. auszugehen.

Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf der Grundlage der durchschnittlichen kreditartsspezifischen Sollzinssätze (1,7 %) bzw. den i.R.d Rechnungslegung verwendeten Zinssätzen für Leasingverbindlichkeiten (4,3 %) und Pensionsrückstellungen (0,6 %) ermittelt. Für die zum 31. Dezember 2019 vorhandene nicht betriebsnotwendige Liquidität ist ein Zinssatz von 0,01 % unterstellt. Die betriebsnotwendige Liquidität wird annahmegemäß nicht verzinst.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die bei Ermittlung der (geringfügigen) Zinserträge und der Zinsaufwendungen angesetzten Zinskonditionen ohne Beanstandungen abstimmen können. Bei Abschätzung künftiger Sollzinssätze ist zudem zu berücksichtigen, dass die Verzinsung für sichere Anlagen zuletzt zwar rückläufig war, dass sich aber andererseits die Risikozuschläge für Unternehmensanleihen zeitgleich deutlich erhöht haben. Die Verwendung eines aus dem Darlehensbestand zum 31. Dezember 2019 und den aktuellen Kapitalmarktkonditionen abgeleiteten kreditbezogenen Sollzinssatzes ist demzufolge nach unserer Auffassung nicht zu beanstanden. Darüber hinaus ist darauf hinzuweisen, dass zunehmend Verwarentgelte für Liquiditätsbestände von Unternehmen erhoben werden. Die Annahme einer Nullverzinsung für die betriebsnotwendige Liquidität ist somit nicht zu beanstanden.

Auf dieser Grundlage halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Berechnung des Finanzergebnisses zusammenfassend auch insgesamt für sachgerecht.

gc) Unternehmenssteuern und Ergebnisanteil Minderheiten

Der Bewertungsgutachter hat die Unternehmenssteuern auf Grundlage der nach den IFRS geplanten, aus bewertungssystematischen Gründen modifizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern ermittelt.

I.R.d. Überleitung der Vorsteuerergebnisse auf die steuerlichen Bemessungsgrundlagen waren steuerlich nicht abzugsfähige Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen zu eliminieren. Bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage für den steuerlichen Organkreis hat der Bewertungsgutachter zudem berücksichtigt, dass Ausschüttungen von Tochtergesellschaften, die nicht dem Organkreis angehören, nach § 8b Abs. 5 KStG i.H.v. 5 % nicht steuerfrei vereinnahmt werden können und insoweit einer Doppelbesteuerung unterliegen. I.R.d. Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die First Sensor Corp. hat der Bewertungsgutachter den zum 31. Dezember 2019 vorhandenen steuerlichen Verlustvortrag berücksichtigt. Die künftigen Steuerersparnisse aus dem zum 31. Dezember 2022 verbleibenden Restbetrag sind durch eine barwertgleiche Annuität berücksichtigt.

Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Hebesätze für die GewSt unterliegen die in Deutschland anfallenden Bemessungsgrundlagen einer nominalen Besteuerung von insgesamt 27,7 % (Oberdischingen) bis 33,0 % (München). Die nominalen Steuersätze der ausländischen Konzerngesellschaften liegen in einer Bandbreite von 21,7 % (Niederlande, Senkung des Steuersatzes ab 2021) bis 29,8 % (Kanada).

Im Durchschnitt ergibt sich für den First Sensor-Konzern in Bezug auf die nach IFRS ermittelten Ergebnisse im Detailplanungszeitraum eine effektive Steuerquote zwischen 29,1 % und 29,6 %. In der ewigen Rente beträgt die angesetzte effektive Steuerquote 30,0 %.

Die durch den Bewertungsgutachter vorgenommene Berechnung der Unternehmenssteuern ist nicht zu beanstanden. Wir konnten die ihr zugrundeliegenden Daten abstimmen, erforderliche Annahmen plausibilisieren und die Ableitung rechnerisch nachvollziehen. Der Bewertungsgutachter hat vereinfachend darauf verzichtet, weitere steuerlich nicht abzugsfähige Aufwendungen bzw. gewerbsteuerliche Hinzurechnungen zu berücksichtigen. Das ist aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht zu beanstanden.

Der Ergebnisanteil von Minderheiten betrifft die First Sensor Scandinavia AB und die First Sensor Mobility GmbH. Die Minderheitenanteile sind zutreffend auf Basis der Prognoserechnung berechnet.

gd) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuern

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Die Planung der Gesellschaft umfasst nicht die Planung von Ausschüttungen. Der Bewertungsgutachter hat anhand der von der Gesellschaft zusätzlich erteilten Auskünfte zu der beabsichtigten Ausschüttungspolitik eine Ausschüttungsplanung erstellt. Für die Detailplanungsphase ist eine Ausschüttungsquote von einheitlich 30 % angesetzt.

Wir haben diese Ausschüttungsquote anhand des bisherigen Ausschüttungsverhaltens von First Sensor plausibilisiert. Die für die Jahre 2017 und 2018 geleisteten Ausschüttungen bestätigen die angesetzte Ausschüttungsquote. Aus der für das Geschäftsjahr 2019 geplanten Ausschüttung (€ 2,1 Mio.) ließe sich zwar eine höhere Ausschüttungsquote ableiten. Das Geschäftsjahr 2019 ist allerdings durch ergebnisbelastende Sondereffekte geprägt. Demzufolge halten wir die angesetzte Ausschüttungsquote insgesamt für plausibel. Auch ein Vergleich mit dem Ausschüttungsverhalten der Unternehmen der Peer Group bestätigt die angesetzte Ausschüttungsquote.

In der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote von 50 % angenommen. Diese von ihm als langfristig marktüblich bezeichnete Ausschüttungsquote orientiert sich an historisch beobachtbaren Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmen.

Die von uns zur Überprüfung dieser Annahme herangezogenen Studien bestätigen durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %. Die angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % liegt in der Mitte dieser Bandbreite. Auf dieser Grundlage halten wir die für die Phase der ewigen Rente angenommene Ausschüttungsquote für sachgerecht.

Der Bewertungsgutachter rechnet den Anteilseignern die Thesaurierungen in der Detailplanungsphase unmittelbar fiktiv zu, da insoweit keine konkreten Verwendungsmöglichkeiten im Geschäftsmodell der



Gesellschaft angelegt sind. Er rechnet die Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente entsprechend der üblichen Bewertungspraxis den Anteilseignern ebenfalls unmittelbar fiktiv zu.

I.R.d. Abzugs der persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden grundsätzlich um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Da die Ausschüttungen für die Geschäftsjahre 2021 und 2022 aus dem steuerlichen Einlagekonto vorgenommen werden können, hat der Bewertungsgutachter insoweit keinen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen.

Diese Vorgehensweise ist nicht zu beanstanden. Berücksichtigt man, dass steuerfreie Ausschüttungen aus dem Einlagekonto als Minderungen der steuerlichen Anschaffungskosten behandelt werden, würde bei einer Veräußerung der Anteile eine nachträgliche Belastung der zuvor steuerfrei ausgeschütteten Einlagen erfolgen. Insoweit hätten diese vom Bewertungsgutachter als steuerfrei behandelten Ausschüttungen mit der effektiven Steuerbelastung belegt werden können.¹⁹¹

Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %).

Ein effektiver Steuersatz in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes entspricht sehr langen Haltdauern.¹⁹² Das ist aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht zu beanstanden.

Zusammenfassend halten wir das vom Bewertungsgutachter bei der Bewertung von First Sensor gewählte Vorgehen im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen für sachgerecht und angemessen i.S.d. AktG.

Prüfungsergebnis

Die Netto-Einnahmen für die Aktionäre von First Sensor sind in sachgerechter Weise aus der integrierten Planung unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet. Die dabei getroffenen Annahmen sind angemessen i.S.d. AktG.

¹⁹¹ Vgl. Bertram, WPg 2017, S. 150 ff.

¹⁹² Vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 731 ff.

5. Kapitalisierungszinssatz

a) Basiszinssatz

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

Anlagen ohne Risiko existieren nicht. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand mit erstklassigem Rating wegen der fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativanlage inländischer Investoren abgestellt wird.¹⁹³

Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch i.d.R. sog. Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unternehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sog. Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.¹⁹⁴

Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen ebenso wenig vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahren hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.¹⁹⁵

Vor diesem Hintergrund empfiehlt IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹⁹⁶ Diese Empfehlung hat der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven konkretisiert.¹⁹⁷

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

¹⁹³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 375.

¹⁹⁴ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

¹⁹⁵ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

¹⁹⁶ IDW S 1, Rz. 117.

¹⁹⁷ IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sog. Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen kann nach Ansicht des FAUB – vor dem Hintergrund der in die von der Deutschen Bundesbank entwickelten Exponentialfunktion einbezogenen Restlaufzeiten sowie aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten – im Regelfall der ermittelte Zinssatz von Null-Kupon-Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.

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

Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht alleine die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.¹⁹⁸ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertel-Prozentpunkte üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁹⁹ Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds empfiehlt der FAUB seit 2016, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden.²⁰⁰

Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.²⁰¹

Vor dem Hintergrund der fortgesetzten und jüngst wieder verstärkten expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank („quantitative easing“), die einen europäischen Sonderweg darstelle und für die aktuell auch noch kein Ende absehbar sei, hat der FAUB in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 diskutiert, inwieweit es sinnvoll ist, unverändert an der grundsätzlichen Vorgehensweise festzuhalten, den risikolosen Basiszinssatz anhand einer aus den Null-Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen abgeleiteten

¹⁹⁸ Zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

¹⁹⁹ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

²⁰⁰ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

²⁰¹ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

Zinsstrukturkurve abzuleiten. Insbesondere sei die vorstehend dargelegte Fragestellung einer Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30 diskutiert worden. Letztlich hat der FAUB entschieden, zunächst an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.²⁰²

In der Rechtsprechung wird die Bestimmung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.²⁰³

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

Wir halten die beschriebene Vorgehensweise aus den angeführten Gründen dennoch insgesamt für sachgerecht.

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

In Bezug auf die Schätzung der Anschlussverzinsung für den über 30 Jahre hinausgehenden Zeitraum ist darauf hinzuweisen, dass in der Bewertungspraxis vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds vermehrt auch über Ansätze diskutiert wird, eine sog. Ultimate Forward Rate zu schätzen und den weiteren Verlauf der Zinsstrukturkurve durch Extrapolation der letzten aus aktuellen Marktdaten gewonnenen Spot Rate auf die Ultimate Forward Rate vorzunehmen.²⁰⁴

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 0,04 % ermittelt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vom 9. Januar bis 8. April 2020. Der Bewertungsgutachter hat einen auf Zehntel-Prozentpunkte gerundeten Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 0,0 % angesetzt.

Für die Umrechnung der laufzeitspezifischen Zinssätze in einen einheitlich für alle Perioden angesetzten Basiszinssatz hat der Bewertungsgutachter vereinfachend eine typisiert um jährlich 1,0 % wachsende Zahlungsreihe verwendet.

²⁰² Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/blob/120160/4e4a03c61aff8d8331d8920ca5b00c3c/ergebnisbericht-136-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020.

²⁰³ Vgl. z.B. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

²⁰⁴ Die European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt am Main, hat die Ultimate Forward Rate zuletzt mit 3,55 % kalkuliert und die für 2020 anwendbare Ultimate Forward Rate mit 3,75 % bestimmt.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes verifiziert. Auf Grundlage unserer eigenen, zusätzlich vorgenommenen Berechnung²⁰⁵ ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz vor persönlichen Steuern von 0,0349 %. Im vorliegenden Bewertungsfall wirkt eine Rundung auf Zehntel Prozentpunkte nach heutigen Erkenntnissen marginal bewertungserhöhend. Würde man für die Anschlussverzinsung einen höheren Zinssatz ansetzen als für den des letzten Jahres, für das aktuelle Marktdaten verfügbar sind und folgte insoweit nicht der Empfehlung des FAUB, würde sich der Basiszinssatz hingegen erhöhen. Dies hätte im Vergleich zu der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters eine Verminderung des Ertragswerts zur Folge.

Bei der Überprüfung, ob die Barabfindung zum Zeitpunkt der HV am 26. Mai 2020 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung der drei dann jüngst zurückliegenden Monate zu bestimmen ist. Eine Änderung des Unternehmenswerts und von Abfindung bzw. Ausgleich muss mit einer eventuellen Änderung des Basiszinssatzes nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.

Der angesetzte Basiszinssatz von 0,0 % ist unabhängig von einer Wertermittlung vor oder nach persönlichen Steuern.

Prüfungsergebnis

Wir halten den angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern von 0,0 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

b) Risikozuschlag

ba) Erfassung des Risikos

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

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

²⁰⁵ Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes unter Verwendung der Datenpunkte vom 16. Januar bis 15. April 2020 und unter Berücksichtigung der geplanten und aus bewertungssystematischen Gründen angepassten finanziellen Überschüsse von First Sensor sowie unter Berücksichtigung der angesetzten Wachstumsrate von 1,0 %.

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

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

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

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen²⁰⁶ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Markttrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

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

Trotz aller Kritik stellt das CAPM weiterhin das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlags dar.²⁰⁷ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.²⁰⁸

²⁰⁶ I.d.R. in einem Börsen-Index zusammengefasst.

²⁰⁷ Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, S. 889 ff.

²⁰⁸ Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], Fundstelle: https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am: 14. Februar 2020; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015,

Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.²⁰⁹ Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.²¹⁰

Prüfungsergebnis

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

bb) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung²¹¹ konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt.²¹²

In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen²¹³ geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – ebenfalls kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Strittig sind vor allem folgende methodische Fragen:

- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindex, insbesondere die Frage, ob dieser nationale oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
- Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen
- Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfang- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
- Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
- Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen

I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, Az. I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rn. 58.

²⁰⁹ Vgl. Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, http://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/lexsoft/default/hessenrecht_lareda.html#docid:4507881, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020.

²¹⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, Aktenzeichen I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

²¹¹ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

²¹² Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

²¹³ Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierete Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.



- Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamttrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse

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

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

Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.²¹⁴

Die im Zeitablauf²¹⁵ vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

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

Quelle: Eigene Darstellung

Die Empfehlung des FAUB vom 10. Dezember 2004²¹⁶ stützte sich v.a. auf die Beobachtung historischer Marktdaten, beinhaltete allerdings auch bereits die Adjustierung um einen Abschlag, der langfristig erwarteten Marktveränderungen Rechnung tragen sollte.

Mit der Empfehlung vom 29. November 2007²¹⁷ hat der FAUB die Auswirkungen der mit der Einführung der Abgeltungssteuer einhergehenden erheblichen Veränderung der Besteuerung von Kapitaleinkünften in Deutschland auf die inländische Marktrisikoprämie modellhaft geschätzt. Da vor Einführung der Änderungen keine einschlägigen historischen Kapitalmarktdaten verfügbar sein konnten, hat er sich partiell

²¹⁴ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. April 2017, Az. I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

²¹⁵ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

²¹⁶ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 84. Sitzung des AKU am 10. Dezember 2004, <https://www.idw.de/blob/41138/0e7b1e9be3678913d684a314b64e96cd/kurzbericht-aku-84-sitzung-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020.

²¹⁷ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007, <https://www.idw.de/blob/41084/2953225b8794b951b3342babf0cb9429/ergebnisbericht-095-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020.

weiter davon entfernt, zur Messung der Marktrisikoprämie allein auf historische Kapitalmarktdaten zurückzugreifen.

In seiner Empfehlung vom 19. September 2012²¹⁸ stellte der FAUB fest, dass die seinerzeitige Kapitalmarktsituation aufgrund einer im historischen Vergleich außerordentlich niedrigen Verzinsung langlaufender deutscher Staatsanleihen und im kurzen Laufzeitbereich sogar negativer Renditen nicht der Konstellation entsprach, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Gleichzeitig wären die langfristigen Trendentwicklungen, welche bis zu diesem Zeitpunkt bei der Prognose der Marktrisikoprämie angenommen worden waren, von anderen Einflussgrößen überlagert worden. Bei der Prognose der Marktrisikoprämie wären durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter, insbesondere eine veränderte Risikotoleranz, zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den Jahren zuvor eine höhere Marktrisikoprämie rechtfertigen lasse.

Nach Ansicht des FAUB legten Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex-ante-Analysen zu sog. implizit ermittelten Marktrisikoprämien eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahe. Dies werde auch bestätigt, wenn man die ausgehend von der Betrachtung historischer Daten vorgenommenen Prognosen um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen ergänze.²¹⁹

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

Angesichts der von ihm als „einmalig“ bezeichneten Situation, dass die wie vorstehend beschrieben²²⁰ ermittelte Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt der letzten veröffentlichten Erörterung der Kapitalkostenempfehlungen (22. Oktober 2019) über nahezu die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verlief und der sich daraus ergebende einheitliche Basiszinssatz erstmals faktisch null Prozent betrug und drohte, in absehbarer Zeit negativ zu werden, hat der FAUB eine erneute Anpassung der Empfehlung zur Höhe der Marktrisikoprämie gegeben.²²¹

Unter Verwendung der zuvor empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (5,5 % bis 7,0 %) hätte die unverändert als sachgerecht angesehene Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes mit einem Ergebnis von rd. null Prozent zur Folge, dass eine Gesamttrenditeerwartung für den Markt von 5,5 % bis 7,0 % Eingang in die Bewertungskalküle finden würde. Der FAUB hat

²¹⁸ Vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, IDW-FN 2012 S. 568.

²¹⁹ Die der Empfehlung des FAUB zugrundeliegenden Analysen und weiteren Überlegungen sind in folgenden Fachbeiträgen, die der Empfehlung unmittelbar vorausgegangen oder ihr nachgefolgt sind, näher dargelegt: Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 5/2012, S. 70 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, S. 948 ff.; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S. 468 ff.

²²⁰ Vgl. Abschnitt D.IV.5.a), S. 72 ff.

²²¹ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/blob/120160/4e4a03c61aff8d8331d8920ca5b00c3c/ergebnisbericht-136-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020.

anhand der bei seinem pluralistischen Ansatz herangezogenen Parameter²²² überprüft, ob dieses Ergebnis bei Einbeziehung der aktuellen Beobachtungen vertretbar ist.

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

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

In der Folge der zuvor gegebenen Empfehlung (19. September 2012) ist mehrfach kritisiert worden, dass diese nicht ausreichend begründet sei. Insbesondere wird kritisiert, dass der FAUB für die Ableitung der Marktrisikoprämie keine konkrete Quelle benennt bzw. kein eindeutiges, rechnerisch nachvollziehbares Verfahren für seine Empfehlung vorgelegt hat.²²³

In einer jüngeren Veröffentlichung²²⁴ begegnen die Autoren, u.a. der Vorsitzende und zwei weitere Mitglieder des FAUB, dieser Kritik, indem sie die der Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Analysen und Berechnungen – wie nachfolgend dargestellt – offenlegen und erläutern:

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

Bei einem aus den jeweils aktuellen Marktverhältnissen zukunftsgerichtet abgeleiteten risikolosen Basiszinssatz würde die im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrige Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere²²⁵ bei einer unveränderten Übernahme der früheren und vorrangig auf einer langfristigen historischen Betrachtung²²⁶ beruhenden quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie rechnerisch zu Gesamtrenditeerwartungen führen, die nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passen.

²²² Historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen und unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten.

²²³ Vgl. z.B. Rowoldt/Pillen, CF 2015, S. 115 ff.

²²⁴ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

²²⁵ Erklärbar durch die Kombination aus einer Staatsschuldenkrise, einer entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise.

²²⁶ In der die aktuelle Kapitalmarktsituation stark unterrepräsentiert ist.

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

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

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

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

Die ex-post-Analysen historischer Realrenditen zeigen an, dass der sog. historische Ansatz, nach dem die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist, die Entwicklung der Marktrenditen ab 2012 nicht mehr erklären kann. Dies spricht dafür, dass der sog. Total-Market-Return-Ansatz, nach dem die Gesamtrendite langfristig konstant ist bzw. sich kurz- bis mittelfristig innerhalb eines Korridors bewegt, zumindest für die besondere aktuelle und schon längere Zeit anhaltende Kapitalmarktsituation einen überlegenen Erklärungsansatz liefern könnte. Auch bei einer Regression der realen Marktrendite über Anlagezeiträume von 30 Jahren finden sich keine Hinweise auf eine im Zeitverlauf langfristig gesunkene Realrendite. Demzufolge ist im Umkehrschluss davon auszugehen, dass die Marktrisikoprämie bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen gestiegen ist. Aus realen Aktienrenditen über einen längeren Anlagezeitraum lässt sich mit dem Total-Market-Return-Ansatz retrograd eine erwartete Marktrisikoprämie von gut 7 % (geometrisches Mittel) bzw. rd. 10 % (arithmetisches Mittel) ableiten.

Die ex-ante-Analyse weise gegenüber der ex-post-Analyse den Vorteil auf, dass sie – ebenso wie der Basiszinssatz – auf aktuellen Kapitalmarktdaten basiert. Zudem sei die Vorgehensweise, über diesen Erklärungsansatz die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Nenner der Bewertungsgleichung zu bestimmen, in hohem Maße kompatibel zu der Bestimmung und Plausibilisierung des Zählers der Bewertungsgleichung. Demzufolge empfehle das Pendant des FAUB in Österreich seit Oktober 2017²²⁷ zur Bestimmung der Marktrisikoprämie, ausschließlich die Methode der impliziten Kapitalkostenmessung an-

²²⁷ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 820; KFS/BW 1 E7, Rz. 4.

zuwenden. Unabhängig von den im Einzelnen gewählten Ansätzen zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten kämen die vorliegenden Studien insgesamt zu dem Ergebnis, dass die impliziten Marktrisikoprämien seit 2010 nachhaltig gestiegen sind.

Eine Modifikation des CAPM, bei dem die unrealistische Annahme, dass sich Marktteilnehmer zum risikofreien Zinssatz verschulden können, aufgegeben wird, indiziert ebenfalls, dass die geforderte Aktienrendite aufgrund der gestiegenen Risikoaversion, die sich in der Differenz zwischen risikofreiem und Interbankenzins zeigt, derzeit zwischen 0,5 % und 1,0 % über der Aktienrendite liegen dürfte, die sich bei traditioneller Ableitung aus Staatsanleiherrendite zuzüglich durchschnittlicher historischer Marktrisikoprämie ergibt.

Die Umrechnung der vorstehend im Einzelnen begründeten und aus Beobachtungen gewonnenen Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hängt aufgrund von Steuerstundungseffekten aus Kursgewinnen von den Annahmen zur Haltedauer, zur Ausschüttungsquote des Markts, zur Besteuerung von Kursgewinnen im Detailplanungszeitraum und dem Verhältnis von Marktrendite und Basiszinssatz ab.

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

Im Idealfall entspricht eine auf Viertel-Prozentpunkte gerundete Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern einer ebenfalls auf Viertel-Prozentpunkte gerundeten geringeren Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Erforderliche Rundungen bei der Umrechnung der im jeweiligen Fall nicht vom Bewertungsgutachter vorgegebenen Größe²²⁸ sind hinzunehmen, sofern die Überführung der einen in die andere Größe zu plausiblen Ergebnissen führt.

Der Mittelwert der vorstehend im Einzelnen anhand eines aktuellen Fachbeitrags gewürdigten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,5 %) wird auch von der Rechtsprechung überwiegend bestätigt.²²⁹ Zu Bewertungsfällen, bei denen die Bewertungsgutachten nach der jüngsten Anpassung der Empfehlung des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie (22. Oktober 2019, Mittelwert 5,75 %) fertiggestellt worden sind, ist noch keine Rechtsprechung ergangen.

Der Bewertungsgutachter hält den Mittelwert der vom FAUB für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite im vorliegenden Bewertungsfall für sachgerecht, auch wenn dieser am unteren Rand einer Bandbreite empirisch begründbarer Marktrisikoprämien liege. Er hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern deshalb mit 5,75 % angesetzt. Das entspricht bei einer Ausschüttungsquote von 50 % einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,17 % und somit gerundet

²²⁸ Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oder Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

²²⁹ Vgl. z.B. für die obergerichtliche Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am 14. Februar 2020; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, DB 2017, S. 713, und vom 29. Januar 2016, Az. 21 W 70/15, BeckRS 2016, 4317, Rz. 65; OLG Hamburg, Beschluss vom 30. Juni 2016, Az. 13 W 75/14, und vom 18. September 2015, 13 w 44/14 (beide nicht veröffentlicht).

ebenfalls dem Mittelwert der vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite.

Der Bewertungsgutachter weist zur Begründung der von ihm angesetzten Marktrisikoprämie darauf hin, dass auch die aktuellen Kapitalmarktrahmenbedingungen die im Oktober 2019 vom FAUB erteilte Bandbreitenempfehlung weiterhin stützten. Er führt im Einzelnen folgende Beobachtungen und Schlussfolgerungen an:

- Rendite langlaufender deutscher Staatsanleihen von rd. Null Prozent geringer als diejenige anderer Staatsanleihen in der EU, inflationsbereinigt sogar negativ
- These von – in einem engen Korridor – relativ konstanten Gesamtrenditeforderungen (Total-Market-Return-Ansatz) durch einzelne empirische Beobachtungen gestützt
- Früher praktizierte vereinfachende Vorgehensweise zur Ableitung der bewertungsrelevanten Gesamtrenditeforderung als gesuchte Alternativrendite auf der Basis einer konstanten, auf historischen Durchschnittswerten basierenden Marktrisikoprämie nicht mehr sachgerecht
- Implizite Risikoprämien bei Aktien derzeit über dem Niveau vor der Banken- und Staatsschuldenkrise
- Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten basierende ex-ante-Analysen zu impliziten Risikoprämien legten eine Orientierung eher am oberen Rand der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Risikoprämien nahe
- Derzeit auf Basis von Kapitalmarktdaten in Bezug auf deutsche börsennotierte Unternehmen sogar deutlich höhere Marktrisikoprämien als 8,0 % vor persönlichen Steuern ableitbar

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

In der obergerichtlichen Rechtsprechung ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % als Mittelwert der von September 2012 bis Oktober 2019 seitens des FAUB empfohlenen Bandbreite vom OLG München – abweichend von der überwiegenden Rechtsprechung der anderen Obergerichte – bislang noch nicht akzeptiert worden. Zwar sei regelmäßig anzunehmen, dass die Bandbreite der Empfehlungen des FAUB auch angemessen für die gerichtliche Schätzung eines Unternehmenswerts ist. Die Erhöhung der Bandbreite um 1,0 % wegen eines lang anhaltenden krisenbedingten Niedrigzinsniveaus sei hingegen in der Wirtschaftswissenschaft und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer umstritten. Insbesondere die Annahme gleichbleibender Gesamtrenditeerwartungen trotz eines erheblich gesunkenen Basiszinssatzes sei umstritten und bislang weder wirtschaftstheoretisch noch durch fachlich anerkannte empirische Studien geklärt. Demzufolge habe der zuständige Senat bisher seit der Anhebung der Empfehlung durch das IDW bei Bewertungsstichtagen, die von dieser Empfehlung abgedeckt werden, stets eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 %, also am unteren Rand der empfohlenen Bandbreite, angesetzt.²³⁰

Es ist nach unseren Feststellungen zutreffend, dass der vom OLG München nicht vorbehaltlos akzeptierte Total-Market-Return-Ansatz nicht unumstritten ist. In einem jüngeren Fachbeitrag kommen die Autoren

²³⁰ Vgl. zuletzt OLG München, Beschluss vom 20. März 2019, Az. 31 Wx 185/17, AG 2019, S. 659 ff.

zu der Schlussfolgerung, dass die von Ihnen erhobenen Daten zu impliziten Markttrenditen für den Zeitraum 1. Januar 2008 bis 31. Dezember 2018 die These einer konstanten Markttrendite nicht stützten, sondern eher auf eine stabile Marktrisikoprämie geschlossen werden könne.²³¹ Schließlich sei mit dem stufenweisen Rückgang des Basiszinssatzes auch ein Rückgang der impliziten Markttrenditen in Deutschland zu beobachten.

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

Die in diesem Beitrag angeführten verschiedenen Studienergebnisse beziffern im Übrigen die Höhe der impliziten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) für das vierte Quartal 2018 mit 7,8 % bis 9,0 %. Im Verlauf des Jahres 2019 und zu Beginn des Jahres 2020 hat sich die Gesamttrenditeerwartung im Vergleich zu 2018 nur marginal verändert,²³² während der Basiszinssatz um rd. einen Prozentpunkt auf derzeit 0,0 % gefallen ist. Diese Entwicklung impliziert nach unserer Auffassung einen Anstieg der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt. Demzufolge ist es nachvollziehbar, dass der FAUB den oberen Rand seiner Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von zuvor 7,0 % um einen Prozentpunkt auf 8,0 % erhöht hat.

Das OLG München hält es im Übrigen für erforderlich, dass der Total-Market-Return-Ansatz empirisch belegt wird. Für eine Ableitung aus historischen Beobachtungen hat Wollny diesbezüglich den Versuch unternommen, aus einer Fortschreibung der Daten von Stehle (für den Erhebungszeitraum 1955 bis 2003), die der erstmaligen Empfehlung des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie zugrunde gelegen haben, Schlussfolgerungen zur weiteren Entwicklung der Marktrisikoprämie zu ziehen. Als Ergebnis seiner Erhebungen erhöht sich die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern durch eine Verlängerung des Beobachtungszeitraums bis zum Jahr 2013 nur um 0,30 % auf 6,03 %. Auf dieser Grundlage ergebe sich nach seiner Auffassung keine Notwendigkeit einer Anhebung, weshalb er in der Praxis an der bisherigen Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) von 4,5 % festhalte.²³³

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

- Schlussfolgerung einer unveränderten Marktrisikoprämie nicht mit einem kurzen Zeitraum (2004 bis 2013) belegbar

²³¹ Vgl. Beumer/Jürgens, BewertungsPraktiker 2019, S. 71 ff.

²³² Die implizite Markttrendite ist infolge der Verwerfungen auf den Aktienmärkten aufgrund der noch nicht absehbaren wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie inzwischen deutlich gestiegen. Berücksichtigt man allerdings, dass die aktuellen Analysenschätzungen die zu erwartenden krisenbedingten Minderungen der Unternehmensergebnisse noch nicht vollumfänglich beinhalten, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen, dass die implizite Markttrendite wieder auf das vor der Corona-Pandemie beobachtete Niveau fallen wird.

²³³ Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage 2018, S. 579 ff.

- Ergebnisse für diesen Zeitraum (7,47 %) aber zumindest eine Erhöhung der Marktrisikoprämie gegenüber dem zuvor ermittelten langen Zeitraum von 1955 bis 2003 (5,73 %) anzeigend
- Zeitraum generell nicht aktuell und somit nicht den erheblichen weiteren Rückgang des risikolosen Zinssatzes beinhaltend
- Konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung infolge Ableitung des risikolosen Zinssatzes mit Hilfe des REXP, der als sog. Performance-Index für 2004 bis 2013 zu kurswertsteigerungsbedingten Verzerrungen führt²³⁴

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

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

Demzufolge halten wir den Ansatz des Mittelwerts (5,75 %) der für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vom FAUB empfohlenen Bandbreite (5,0 % bis 6,5 %) für sachgerecht.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen ist der für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,75 % gewählte Ansatz – in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite – sachgerecht.

bc) Betafaktor

bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

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

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

²³⁴ Vgl. Popp, WPg 2019, S. 1222 ff. Der Autor attestiert auch den weiteren zwei dort genannten Studien konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung, insbesondere in der Ableitung des risikolosen Zinssatzes.

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

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

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

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

In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen.²³⁵

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.

Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden riskanten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert bzw. nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen Marktportfolios.

²³⁵ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindex lässt sich nicht treffen.²³⁶ Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.²³⁷

Um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen, hat der Bewertungsgutachter seine Analysen sowohl auf der Grundlage eines gängigen globalen Indexes („MSCI World“) als auch marktbreiter lokaler Performance-Indizes (wie des „CDAX“ für Deutschland) unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung vorgenommen.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.²³⁸ Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Messung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweist und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.²³⁹ Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.

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

Der Bewertungsgutachter hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse des Handelsvolumens bzw. des Streubesitzes, Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand des Bestimmtheitsmaßes sowie des t-Tests untersucht. Darüber hinaus hat er in Einzelfällen auch weitere Betrachtungen des Verlaufs von Kursen, Renditen und Betafaktoren vorgenommen.

In der Bewertungspraxis werden die historisch gemessenen Betafaktoren („raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „adjusted Beta“ angepasst. Das adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem raw Beta zusammen. Dieser Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte. Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, z.B. unter Verwendung des adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich v.a. dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird. Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter keine derartige Anpassung vorgenommen.

²³⁶ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

²³⁷ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

²³⁸ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

²³⁹ „Intervalling-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.



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

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber i.R.d. Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er in Anlehnung an die von einem Rating-Anbieter für die Branche „Semiconductors“ verwendete Methodologie ein durchschnittliches synthetisches Rating indikativ ermittelt. Aus dem Unterschied zwischen dem sich so ergebenden Fremdkapitalzinssatz nach persönlichen Steuern und der Markttrendite nach persönlichen Steuern ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

I.R.d. Unlevering hat er des Weiteren den Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten dadurch approximiert, dass er von den Buchwerten der verzinslichen Verbindlichkeiten zuzüglich Pensionsrückstellungen den Buchwert der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel²⁴⁰ abgezogen hat.

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

bcb) Originärer Betafaktor von First Sensor

Da die First Sensor-Aktien an Börsen gehandelt werden, lässt sich aus den Handelsdaten grundsätzlich ein originärer Betafaktor von First Sensor ableiten. Der Bewertungsgutachter hat demzufolge den Betafaktor von First Sensor für die o.g. Referenzindizes (lokal, global) und Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle (zwei Jahre wöchentlich, fünf Jahre monatlich) anhand der Daten von S&P Global ermittelt und analysiert.

Als Ergebnis seiner Analysen stellt der Bewertungsgutachter fest, dass im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot eine Abkopplung vom Marktgeschehen sowie nicht auszuschließende Kapitalmarktspekulationen eine Verzerrung des historischen Aktienkurses der First Sensor-Aktie zur Folge gehabt hätten. Er weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass der Betafaktor der First Sensor eine hohe Schwankungsbreite im Zeitablauf aufweise, so dass im Ergebnis kein aussagekräftiger und unverzerrter empirischer Betafaktor aus den Handelsdaten der First Sensor-Aktie abgeleitet werden könne.

Er hat den Betafaktor für die Bewertung von First Sensor deshalb nicht auf Basis des originären Betafaktors, sondern vielmehr mit Hilfe einer Peer Group ermittelt.

In Rahmen unserer Prüfung haben wir die den vorstehenden Analysen zugrundeliegenden Daten ohne Beanstandungen abstimmen können. Aus der Analyse des rollierenden verschuldeten Betafaktors über einen Zeitraum von vier Jahren ergab sich zum Zeitpunkt der Durchführung dieser Analyse über alle vier Messungen insgesamt eine Schwankungsbreite von rd. 0,1 bis 1,7. Da wir die Schlussfolgerungen des

²⁴⁰ Approximiert durch die Annahme, dass auch für die Vergleichsunternehmen eine Liquidität in Höhe des sich durchschnittlich für einen Monat ergebenden Umsatzes als betriebsnotwendig vorgehalten werden muss.

Bewertungsgutachters demzufolge für begründet und nachvollziehbar erachten, ist der Betafaktor für die Bewertung von First Sensor auch nach unserer Auffassung aus den für eine Peer Group beobachteten Daten abzuleiten.

bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

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

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

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

Bei der Suche geeigneter Vergleichsunternehmen hat der Bewertungsgutachter zwei Ansätze parallel verfolgt und die Ergebnisse dieser Ansätze zusammengeführt.

Nach dem ersten Ansatz hat der Bewertungsgutachter mit Hilfe von Abfragen bei S&P Global durch Vorgabe geeigneter Industrien und Schlagwörter (insbesondere „Sensor“) 459 potenzielle Vergleichsunternehmen selbst ermittelt. Nach dem zweiten Ansatz hat er die in Marktstudien genannten 93 börsennotierten Wettbewerber zusammengestellt. Nach Eliminierung von Dubletten ergab sich aus der Zusammenführung der beiden Ansätze eine „Long List“ von 511 potenziellen Vergleichsunternehmen.

Der Bewertungsgutachter hat darüber hinaus zusätzlich überprüft, ob bei den in der jüngeren Vergangenheit durchgeführten Bewertungen von First Sensor²⁴¹ bzw. von Zahlungsmittel generierenden Einheiten von First Sensor²⁴² weitere Unternehmen als Vergleichsunternehmen eingestuft worden sind, die in der Long List nicht enthalten waren und als hinreichend vergleichbar anzusehen sind. Die für andere Bewertungszwecke gebildeten Peer Groups enthielten zwar insgesamt 13 weitere Unternehmen, die in der Long List nicht enthalten waren. Bei genauerer Analyse stellte sich allerdings heraus, dass diese als nicht hinreichend vergleichbar mit First Sensor anzusehen sind.

²⁴¹ I.R.d. Übernahme von First Sensor durch die TE Ltd. von der Goldman Sachs Bank Europe SE, Frankfurt am Main, erteilte Fairness Opinion.

²⁴² Für Zwecke der Rechnungslegung durchgeführte Werthaltigkeitstests zum 31. Dezember 2019.



Der Bewertungsgutachter hat die Long List von 511 Unternehmen durch qualitative²⁴³ und quantitative²⁴⁴ Filterungen auf eine „Short List“ von 70 Unternehmen verdichtet. Eine detaillierte Analyse zur Vergleichbarkeit der Geschäftstätigkeit („business fit“) auf der Grundlage der Geschäftsbeschreibung von S&P Global, der Geschäftsberichte und weiterer öffentlich verfügbarer Informationen (qualitative Kriterien) sowie finanzieller Kennzahlen, insbesondere zu Segmenten, Produkten und Regionen (quantitative Kriterien), hat ergeben, dass 60 dieser Unternehmen nach Auffassung des Bewertungsgutachters letztlich nicht hinreichend vergleichbar mit First Sensor sind. Zudem wurde aus den o.g. Gründen²⁴⁵ First Sensor selbst ausgeschlossen.

Im Ergebnis seiner dezidierten Analysen hält der Bewertungsgutachter ausschließlich die im Bewertungsgutachten genannten und zutreffend beschriebenen neun Unternehmen²⁴⁶ für hinreichend mit First Sensor vergleichbar. Diese neun Unternehmen bilden somit die Peer Group, die der Bewertungsgutachter zur Ermittlung des Betafaktors i.R.d. Bewertung von First Sensor final verwendet hat.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen ohne Beanstandungen nachvollziehen. Zudem halten wir die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht. Demzufolge halten wir es zusammenfassend für sachgerecht, zur Ableitung des Betafaktors für die Bewertung von First Sensor auf die sich für die neun Vergleichsunternehmen ergebenden Betafaktoren zurückzugreifen.

Die Peer Group enthält sieben Unternehmen, die überwiegend als Hersteller von Sensoren und in mehreren der Zielmärkte von First Sensor tätig sind und eine vergleichbare regionale Verteilung ihrer Umsatzerlöse aufweisen. Der Bewertungsgutachter hält zwei weitere Unternehmen unter Würdigung aller Umstände für hinreichend mit der First Sensor vergleichbar, obwohl diese nicht überwiegend als Hersteller von Sensoren tätig sind. Diese Einschätzung halten wir für zutreffend.

Bei unseren eigenen Analysen und Abfragen haben wir fünf weitere Unternehmen identifiziert, die ebenso wie diese beiden Unternehmen überwiegend als Hersteller von Halbleitern (Semiconductors), aber auch als Hersteller von Sensoren tätig sind und nach unserer Auffassung auch ansonsten mit First Sensor weitgehend vergleichbar sind. Als Ergebnis unserer ausführlichen Diskussionen mit dem Bewertungsgutachter über die Zusammensetzung der Peer Group halten wir es zwar für nachvollziehbar, dass diese fünf Unternehmen aufgrund einer graduell geringeren Vergleichbarkeit nicht in der finalen Peer Group enthalten sind.

Gleichwohl und angesichts der bei Zusammenstellung einer Peer Group nicht zu vermeidenden Unschärfen und Grenzfälle haben wir zur Überprüfung der Stabilität und Belastbarkeit der durchschnittlichen Betafaktoren der finalen Peer Group ergänzend Berechnungen vorgenommen, in denen wir die Peer Group um diese weiteren fünf Unternehmen auf insgesamt 14 Unternehmen erweitert haben.

²⁴³ Bezugnehmend auf die Zielmärkte von First Sensor und eine substantielle Tätigkeit in der Sensorik.

²⁴⁴ Profitabilität (Ausschluss von Unternehmen mit negativem EBIT).

²⁴⁵ Vgl. Abschnitt D.IV.5.bcb), S. 88 f.

²⁴⁶ Darunter ein Unternehmen, welches in der vorläufigen Peer Group des Bewertungsgutachters nicht enthalten war, sich aber aufgrund der intensiven Diskussionen, die wir mit dem Bewertungsgutachter geführt haben, als hinreichend vergleichbar herausgestellt hat. Die Aufnahme dieses Unternehmens in die finale Peer Group hat allerdings auf das Ergebnis (von dem Bewertungsgutachter angesetzter Betafaktor als gerundeter Durchschnitt aller Berechnungen) keinen Einfluss.

bcd) Betafaktor von First Sensor auf der Grundlage von Vergleichsunternehmen

Auf Grundlage der Daten zum 8. April 2020 ergeben sich aus den von Bewertungsgutachter durchgeführten und im Bewertungsgutachten dargestellten vier Berechnungsmethoden verschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,77 bis 2,90 (Einzelwerte) und 1,22 bis 1,48 (Mittelwerte) bzw. 1,27 bis 1,33 (Mediane).

Angesichts der vergleichsweise überwiegend geringen Verschuldung der Vergleichsunternehmen liegen die unter Verwendung eines Debt Beta von 0,26 errechneten unverschuldeten Betafaktoren überwiegend nur geringfügig unterhalb der verschuldeten Betafaktoren. Die unverschuldeten Betafaktoren spannen eine Bandbreite von 0,75 bis 2,24 (Einzelwerte) und 1,10 bis 1,34 (Mittelwerte) bzw. 1,03 bis 1,28 (Mediane) auf.

Die sich im Durchschnitt der für die einzelnen Berechnungen ermittelten Mittelwerte und Mediane ergebende Wert von 1,14 (zwei Jahre/wöchentlich) bzw. 1,25 (fünf Jahre/monatlich) beträgt 1,2. Im Ergebnis hält der Bewertungsgutachter den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 1,2 entsprechend der Mitte dieser Bandbreite für Zwecke der Bewertung von First Sensor für sachgerecht und angemessen.

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

Unsere eigenen zur weiteren Plausibilisierung durchgeführten Berechnungen mit der um weitere fünf Unternehmen ergänzten alternativen Peer Group geben ebenfalls keinen Anlass, den für die Bewertung von First Sensor angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 1,2 als nicht angemessen anzusehen.

Ein unverschuldeter Betafaktor von 1,2 liegt nicht unerheblich über dem unverschuldeten Betafaktor für den Gesamtmarkt. Das halten wir vor dem Hintergrund der dynamischen Entwicklung der Sensormärkte, die erwartungsgemäß deutliche Ergebnisverbesserungen bei First Sensor zur Folge haben sollen, auch ökonomisch für gut begründbar.

Der Bewertungsgutachter hat den ermittelten unverschuldeten Betafaktor für die Ermittlung des Risikozuschlags bei der Bewertung von First Sensor an die erwartete künftige Kapitalstruktur der Gesellschaft angepasst. Es ergibt sich ein über die Planperioden von 1,33 auf 1,37 steigender verschuldeter Betafaktor. Nachhaltig ist ein verschuldeter Betafaktor von 1,41 angesetzt.

Die Umrechnung des unverschuldeten Betafaktors von 1,2 in verschuldete Betafaktoren auf der Grundlage der dargestellten Vorgehensweise ist methodisch angemessen und rechnerisch zutreffend vorgenommen worden.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von First Sensor halten wir den für die Bewertung von First Sensor gewählten Betafaktor für angemessen i.S.d. AktG.

c) Wachstumsabschlag

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

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

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

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

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

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

Allerdings unterscheiden sich die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie der allgemeinen Preissteigerungsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird, oder der Preisentwicklung auf Beschaffungsmärkten. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen Fähigkeiten zur Durchsetzung von Preiserhöhungen auf dem Absatzmarkt bestimmt.

Der Bewertungsgutachter geht davon aus, dass die nachhaltige Wachstumsrate auf Basis der preisbedingten Entwicklung des First Sensor-Konzerns und aufgrund der signifikant höheren Skalenvorteile der großen Wettbewerber von First Sensor sowie der deutlichen Konjunkturabhängigkeit der Industrie- und Automobilbranche unterhalb der mittelfristig erwarteten Inflationsrate in Deutschland und Europa liegen

wird. Auf dieser Grundlage hat er die Wachstumsrate mit 1,0 % (vor persönlichen Steuern) geschätzt und i.R.d. Ermittlung der nachhaltigen Umsatzerlöse und des nachhaltigen Ergebnisses ein Wachstum von 1,0 % angesetzt.

I.R.d. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Diskontierung der Netto-Einnahmen in der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag (nach persönlichen Steuern) von 0,87 % verwendet.

Für eine Beurteilung des angesetzten Brutto-Wachstumsabschlags (1,0 %) ist aus unserer Sicht zunächst darauf hinzuweisen, dass First Sensor keine Überrenditen erzielt, die temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte zur Folge haben könnten. Demzufolge drückt der Wachstumsabschlag im Wesentlichen nur das unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstum ab.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Gesellschaft darum gebeten, uns Analysen vorzulegen, mit deren Hilfe sich Wachstumseffekte in preislich bedingte und mengenmäßig bedingte Veränderungen aufteilen lassen. First Sensor hat uns anhand der Zahlen des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres (2019) durch einen Vergleich der Umsatzerlöse mit den im Vorjahr (2018) erzielten Umsatzerlösen dargestellt, dass das gesamte Umsatzwachstum (3,9 %) im Wesentlichen auf Volumen- bzw. Produktmix-Effekte zurückzuführen ist. Auf der Grundlage eines Netto-Preiseffekts²⁴⁷ von +0,7 %, der teilweise mit günstigen Sondereffekten des Geschäftsjahres 2019 erklärt wird, hält die Gesellschaft nachhaltig einen preislich bedingten Anstieg der Umsatzerlöse von allenfalls 0,5 % für realistisch. Auf dieser Grundlage ist ein preisbedingtes Wachstum der Umsatzerlöse von First Sensor um 1,0 % aus prüferischer Sicht nicht zu beanstanden.

Diese Einschätzung ist auch darin begründet, dass ein erhebliches preisbedingtes Wachstum für die wesentlichen Zielmärkte von First Sensor nicht zu erwarten ist. Aufgrund unserer Analysen zu den Markt- und Wettbewerbsverhältnissen halten wir es für plausibel, dass die großen Wettbewerber von First Sensor ihre skalenbedingten Kostenvorteile nutzen werden, um durch Preissenkungen weitere Marktanteile zu gewinnen. Zudem ist anzunehmen, dass die Produzenten der Industrie- und der Automobilbranche bzw. deren Vorlieferanten in konjunkturellen Abschwungphasen versuchen werden, sinkende Erlöse durch Kostenreduzierungen im Einkauf aufzufangen.

Mit dem Wachstumsabschlag werden – im Wesentlichen preisbedingte – Veränderungen der Unternehmensergebnisse bzw. der Netto-Einnahmen ihrer Anteilseigner beziffert. Aus einem Wachstum der Umsatzerlöse von 1,0 % und dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von ebenfalls 1,0 % ergibt sich implizit ein Wachstum der Aufwendungen von 1,0 %. Angesichts von Gehaltssteigerungen, die regelmäßig mindestens auf dem Niveau der allgemeinen Inflationsrate vereinbart werden, ist demzufolge anzunehmen, dass die Preise für die übrigen Produktionsfaktoren um weniger als 1,0 % steigen und/oder dass die Preissteigerungen teilweise durch Effizienzgewinne ausgeglichen werden können.

²⁴⁷ Saldo aus Preiserhöhungen und Preisminderungen für alle abgesetzten Produkte.



Vor dem Hintergrund der vorstehend im Einzelnen dargelegten Überlegungen halten wir die für die Bewertung von First Sensor angesetzte Wachstumsrate von 1,0 % (vor persönlichen Steuern) für angemessen i.S.d. AktG.

Bei Überleitung der Ergebniswachstumsrate (brutto) auf den Wachstumsabschlag (netto) hat der Bewertungsgutachter einen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen. Er trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die inflationsbedingten Wertsteigerungen bei ihrer Realisierung als Kursgewinne der Besteuerung unterliegen. Ausgehend von der Annahme langer Haltedauern hat er beim Abzug der persönlichen Steuern den hälftigen Nominalsteuersatz²⁴⁸ angesetzt. Das halten wir für sachgerecht.

Zusammenfassend halten wir den i.R.d. Bewertung von First Sensor angesetzten Wachstumsabschlag von 0,87 % (nach persönlichen Steuern) für angemessen i.S.d. AktG.

Der Bewertungsgutachter verweist in seiner Begründung der angesetzten Wachstumsrate auch auf die mittelfristig erwartete Inflationsrate in Deutschland und Europa. Empirische Untersuchungen zeigen, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unterhalb des von der Europäischen Zentralbank definierten Zielwerts für eine langfristig anzustrebende (konsumorientierte) Inflationsrate (nahe unter 2,0 %) liegen. Legt man die i.R.d. Analyse von Markt und Wettbewerb dargestellten mittelfristigen (2024) Inflationserwartungen für Deutschland (1,2 %) bzw. Europa (1,5 %) zugrunde ließe sich – bei Veranschlagung des durchschnittlichen preisbedingten Wachstums mit rd. der Hälfte der Inflationsrate – ein thesaurierungsbereinigtes zukünftiges Wachstum von rd. 0,6 % bis 0,75 % ableiten. Somit liegt die angesetzte Wachstumsrate (brutto 1,0 %) oberhalb der Bandbreite, die von dieser Plausibilisierung angezeigt wird.

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

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

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Netto-Einnahmen der Anteilseigner nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnaus-

²⁴⁸ 26,375 % * 50 % = 13,1875 %.



schüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die mit der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag von 1,0 % (brutto) bzw. 0,87 % (netto) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen²⁴⁹ beschriebenen Zusammenhang

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

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

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

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,²⁵⁰ der deziert die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit ist das erwartete Wachstum von 1,0 % (brutto) auf dieser Grundlage als leicht überdurchschnittlich einzuordnen.

Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,1 % bewegen.

Nach einer aktuellen Studie²⁵¹ zur Analyse von 195 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2019 sank die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses in den Jahren 2010 bis 2019 von 1,31 % auf 0,80 %. Der Median der Wachstumsraten sank von 1,25 % (2010) über 1,00 % (2011 bis 2015) auf 0,75 % (2016) und stieg zuletzt wieder auf 1,00 % (2017 bis 2019) an.

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den angesetzten Wachstumsabschlag (nach persönlichen Steuern) von 0,87 % zusammenfassend für angemessen i.S.d. AktG.

²⁴⁹ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und 405 ff.

²⁵⁰ Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.

²⁵¹ Vgl. i-advise, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 6. Auflage 2010 bis 2019, <http://www.i-advise.de/de/wp-content/uploads/2020/03/I-ADVISE-Studie-zur-Bewertungspraxis-2019.pdf>, zuletzt abgerufen am: 14. März 2020.



d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

First Sensor Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes %	Plan			TV
	2020	2021	2022	2023 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Persönliche Einkommensteuer	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (verschuldet)	1,33	1,34	1,37	1,41
Risikozuschlag	7,64%	7,72%	7,89%	8,09%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	7,64%	7,72%	7,89%	8,09%
Wachstumsabschlag				-0,87%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	7,64%	7,72%	7,89%	7,23%

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, S&P Global.

6. Ableitung des Unternehmenswerts

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von First Sensor zum 26. Mai 2020 ermittelt sich wie folgt:

First Sensor Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen €Mio.	Plan			TV
	2020	2021	2022	2023 ff.
EBIT	10,3	17,3	28,2	35,7
Finanzergebnis	-1,1	-1,0	-1,1	-1,2
EBT	9,3	16,3	27,1	34,6
Ertragsteuern	-3,3	-5,3	-8,0	-10,4
Ergebnis nach Ertragsteuern	5,9	11,0	19,1	24,2
Ergebnisanteil Minderheiten	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten	5,7	10,6	18,6	23,6
Thesaurierung	-4,0	-7,4	-13,0	-11,8
Ausschüttung	1,7	3,2	5,6	11,8
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0,0	0,0	-1,5	-3,1
Ausschüttung nach persönlichen Steuern	1,7	3,2	4,1	8,7
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	4,0	7,4	13,0	11,8
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung	-0,5	-1,0	-1,7	-1,6
Netto-Einnahmen	5,2	9,7	15,4	18,9
Barwertfaktor	0,9291	0,8624	0,7993	11,0624
Barwerte jeweils zum 31. Dezember des Vorjahres	234,8	247,5	257,0	261,9
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2019	234,8			
Aufzinsungsfaktor	1,0301			
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 26. Mai 2020	241,8			

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

b) Sonderwerte

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

Im Rahmen unserer Prüfung sind uns ebenfalls keine gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte bekannt geworden. Die Immobilien der Gesellschaft werden nach den uns erteilten Auskünften und unseren Feststellungen betrieblich genutzt. Dementsprechend sind sie nach dem sog. funktionalen Abgrenzungskriterium sämtlich als betriebsnotwendig zu klassifizieren. Über das üblicherweise aus Repräsentationsgründen erforderliche Maß hinausgehende bzw. einen erheblichen Wert aufweisende Bestände an Kunst- oder sonstigen Ausstattungsgegenständen haben wir nicht identifiziert. Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel sind ebenfalls nicht gesondert hinzuzurechnen. Die zum 31. De-



zember 2019 vorhandene Liquidität wird i.R.d. Finanzbedarfsrechnung durch Verwendung zur Finanzierung von Investitionen in das Sach- und das Netto-Umlaufvermögen bzw. die Tilgung von Finanzverbindlichkeiten auf ein betriebsnotwendiges Niveau zurückgeführt.²⁵²

Soweit Sachverhalte vorliegen, für die in der Bewertungspraxis gelegentlich eine Darstellung als Sonderwert gewählt wird, hat der Bewertungsgutachter diese Sachverhalte nicht als Sonderwert dargestellt, sondern i.R.d. Netto-Einnahmen bereits berücksichtigt. Dies gilt namentlich für die vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge (€ 1,7 Mio.) und das steuerliche Einlagekonto der Gesellschaft (€ 19,7 Mio.).

Prüfungsergebnis

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden. Der Bewertungsgutachter hat bei Ableitung des Unternehmenswerts von First Sensor dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zutreffend keine Sonderwerte hinzugefügt.

c) Unternehmenswert

Der Unternehmenswert von First Sensor zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag; 26. Mai 2020) entspricht dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 241,8 Mio.). Das sind umgerechnet und gerundet € 23,55 je First Sensor-Aktie.

Bei der Berechnung des Unternehmenswerts je Aktie hat der Bewertungsgutachter vereinfachend darauf verzichtet, den Verwässerungseffekt aus den gewährten Optionen zu berücksichtigen. Das ist aus Sicht der außenstehenden Gesellschafter von First Sensor nicht zu beanstanden.

d) Vergleich mit dem Liquidationswert

Der Bewertungsgutachter hat überschlägig ermittelt, ob die Liquidation von First Sensor einen über dem Ertragswert liegenden Netto-Erlös ergeben würde. Im Bewertungsgutachten stellt er die diesbezüglichen Überlegungen und die Vorgehensweise, wie er den Liquidationswert im Einzelnen überschlägig abgeleitet hat, dar. Auf eine Bezifferung dieser Berechnungen verzichtet er im Rahmen seines Bewertungsgutachtens, da der überschlägig ermittelte Liquidationswert deutlich unterhalb des Fortführungswerts liege und ihm deshalb keine Relevanz für die Unternehmensbewertung von First Sensor und der Ableitung des Werts je Aktie von First Sensor zukomme.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die zugrundeliegenden Annahmen plausibilisiert, die Ausgangsgrößen abgestimmt und die Berechnungen verifiziert. Auch nach unserer Auffassung führt die vorgenommene überschlägige Kalkulation des Liquidationswerts von First Sensor zu einem plausiblen Ansatz. Angesichts des deutlichen Abstands zum Fortführungswert ist eine exakte Berechnung des Liquidationswerts von First Sensor nicht erforderlich.

²⁵² Vgl. Abschnitt D.IV.4.gb), S. 68 f.

e) Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

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

7. Sensitivitätsanalysen

a) Veränderte Zinskonditionen

Der ermittelte Unternehmenswert basiert auf den zum Ende der Bewertungsarbeiten (9. April 2020) verfügbaren Informationen. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss der Bewertungsarbeiten und dem Tag der beschlussfassenden HV von First Sensor (26. Mai 2020), welcher der maßgebliche Stichtag für die Bewertung ist, eintreten, die einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, wäre der Wert entsprechend anzupassen. Im Bewertungsgutachten ist eine Szenariobetrachtung dargestellt, die alternativ die Auswirkungen eines gegenüber der vorliegenden Bewertung veränderten Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) auf den Netto-Ausgleich je First Sensor-Aktie betrachtet.

Die Berechnungen berücksichtigen mögliche Veränderungen des Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) von bis zu +0,5 % bzw. -0,5 %. Im Rahmen dieser Berechnungen hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben („ceteris paribus“).

Den von uns ohne Beanstandungen nachvollzogenen Berechnungen zur Höhe des Netto-Ausgleichsbetrags je First Sensor-Aktie liegt ein Unternehmenswert von First Sensor in der jeweils nachfolgend angegebenen Höhe zugrunde:

First Sensor Szenariobetrachtung – Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern) € Mio.	Unternehmenswert
0,5%	223,8
0,4%	227,2
0,3%	230,7
0,2%	234,3
0,1%	238,0
0,0%	241,8
-0,1%	245,7
-0,2%	249,7
-0,3%	253,8
-0,4%	257,9
-0,5%	262,2

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

b) Unternehmensrisiko und Wachstum

In der Bewertungspraxis werden oftmals auch Sensitivitätsanalysen in Bezug auf zwei weitere zentrale Bewertungsparameter (unverschuldeter Betafaktor und Wachstumsrate) vorgenommen.

Als Ergebnis unserer Prüfung haben wir festgestellt, dass sowohl der angesetzte Betafaktor als auch die bei Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses angesetzte Wachstumsrate bzw. der zur Kapitalisierung der nachhaltigen Netto-Einnahmen angesetzte Wachstumsabschlag angemessen i.S.d. AktG sind. Wir haben diese Parameter im Rahmen unserer Sensitivitätsanalyse gleichwohl in einer Bandbreite variiert, deren Extrema die aus unserer Sicht maximal vertretbaren Alternativansätze berücksichtigt. Da zumindest langfristig ein positiver Zusammenhang zwischen Unternehmenswachstum und Unternehmensrisiko besteht, haben wir die plausiblen Kombinationen in der nachfolgenden Tabelle hervorgehoben.



Der Unternehmenswert von First Sensor ergibt sich auf dieser Grundlage wie folgt:

First Sensor – Unternehmenswert Sensitivitätsanalyse € Mio.	Wachstumsabschlag (vor persönlichen Steuern)				
	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
1,10	257,3	265,8	274,9	284,8	295,6
1,15	241,8	249,4	257,5	266,3	275,8
1,20	227,8	234,6	241,8	249,6	258,0
1,25	215,0	221,0	227,5	234,5	241,9
1,30	203,2	208,7	214,5	220,8	227,4

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

Berücksichtigt man den oben genannten Zusammenhang zwischen Unternehmenswachstum und Unternehmensrisiko und betrachtet ausschließlich plausible Kombinationen, ergibt sich aus der dargestellten Sensitivitätsanalyse eine Bandbreite für den Unternehmenswert von First Sensor von € 227,4 Mio. bis € 257,3 Mio.

8. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

a) Vergleichende Marktbewertung

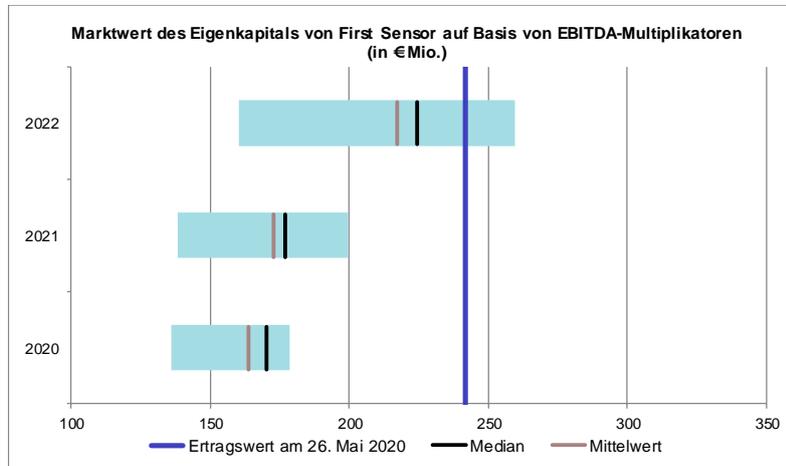
Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidierter interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert von First Sensor auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten („Trading Multiples“) plausibilisiert. Auf die Verwendung von „Transaction Multiples“ hat er aus nachvollziehbaren Gründen verzichtet. Er hat die Ableitung der Trading Multiples anhand der Peer Group vorgenommen, die auch zur Ermittlung des Betafaktors herangezogen worden ist.

Für die vergleichende Bewertung hat er dabei Multiplikatoren aus dem Verhältnis des Unternehmensgesamtswerts zu den Ergebniskennziffern EBITDA und EBIT der jeweiligen Vergleichsunternehmen ermittelt. Basis der Berechnungen der Multiplikatoren sind EBITDA- und EBIT-Schätzungen von Analysten für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022, die von S&P Global bereitgestellt wurden. Für spätere Geschäftsjahre lagen Schätzungen in ausreichender Anzahl nicht vor.

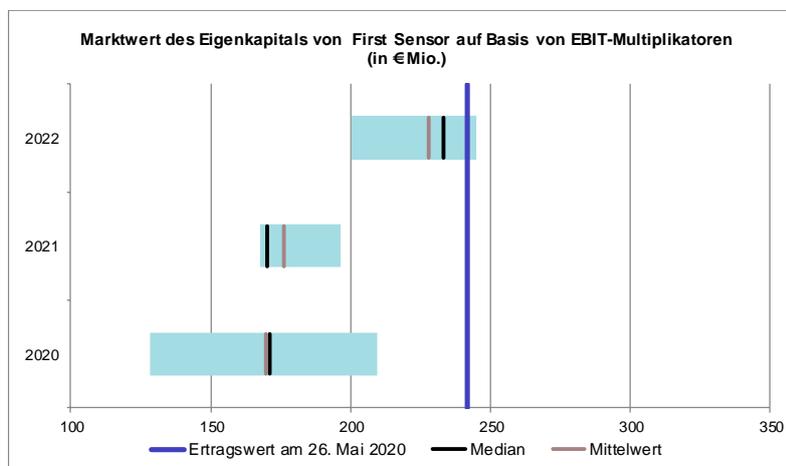
Angesichts der unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards, welche die Vergleichsunternehmen bei der Bilanzierung anzuwenden haben, hat der Bewertungsgutachter seine Analysen für zwei getrennte Gruppen²⁵³ vorgenommen. Hintergrund dieser Aufteilung sind Bilanzierungsunterschiede in Bezug auf Leasingverhältnisse. Um einen nicht durch die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards verzerrten Vergleich vornehmen zu können, hat der Bewertungsgutachter die Planzahlen von First Sensor (einschließlich der bewertungsrelevanten Synergien) für den Vergleich mit Unternehmen, die nach den US GAAP Rechnung legen, auf die entsprechenden Werte nach US GAAP überführt.

²⁵³ Bilanzierung nach den IFRS bzw. Bilanzierung nach den US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles). Zuvor hat er ein Vergleichsunternehmen aus seinen Analysen ausgeschlossen, da sich eine hinreichende Vergleichbarkeit der Zahlen von Bilanz sowie GuV für dieses Unternehmen nicht herstellen lässt.

Der Wert des Eigenkapitals von First Sensor auf der Grundlage der EBITDA-Multiplikatoren stellt sich im Vergleich zu dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert grafisch aufbereitet wie folgt dar:



Der Wert des Eigenkapitals von First Sensor auf der Grundlage der EBIT-Multiplikatoren stellt sich im Vergleich zu dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert grafisch aufbereitet wie folgt dar:



Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert von First Sensor (€241,8 Mio.) liegt am oberen Ende der i.R.d. Multiplikator-Bewertung ermittelten Bandbreiten. Das ist nach Auffassung des Bewertungsgutachters insbesondere darauf zurückzuführen, dass die aktuell am Kapitalmarkt beobachteten impliziten Marktrisikoprämien höher sind als die i.R.d. Ertragswertverfahrens angesetzte Marktrisikoprämie von 5,75 % nach persönlichen Steuern. Wir halten diesen Erklärungsansatz für plausibel.

Im Übrigen haben wir im Rahmen unserer Prüfung auch die Vorgehensweise und die Berechnungen des Bewertungsgutachters inhaltlich und rechnerisch anhand der „Konsensus Schätzungen“ von S&P Global ohne Beanstandungen verifizieren können.

Aus der durch den Bewertungsgutachter vorgenommenen vergleichenden Marktbewertung ergeben sich im vorliegenden Fall keine Anhaltspunkte dafür, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert zu gering veranschlagt oder die der Wertableitung zugrunde gelegte Planungsrechnung zu konservativ wäre.

b) Weitere Vergleichsmaßstäbe

Wir halten den i.R.d. Übernahme von First Sensor durch TE Connectivity gezahlten Angebotspreis sowie die von der Übernahme unbeeinflussten Börsenkurse der First Sensor-Aktie für weitere grundsätzlich taugliche Vergleichsmaßstäbe.

Wie anhand der im Bewertungsgutachten wiedergegebenen Grafik zum Börsenkursverlauf und Handelsvolumen erkennbar wird, ist der Drei-Monats-Durchschnittskurs der First Sensor-Aktie über einen längeren Zeitraum in einem relativ engen Korridor²⁵⁴ geblieben. Mit Bekanntgabe des Übernahmeangebots (3. Juni 2019) machte der Kurs bei großem Handelsvolumen einen Sprung und hielt sich nachfolgend auf dem Niveau des Angebotspreises. Der von dem Übernahmeangebot unbeeinflusste Börsenkurs i.S.d. § 4 WpÜGAngVO²⁵⁵ ist im Übernahmeangebot mit € 22,41 je First Sensor-Aktie angegeben.

Wir halten diesen Börsenkurs für einen tauglichen Vergleichsmaßstab. Der sich aus der vorliegenden Bewertung ergebende Wert je First Sensor-Aktie (€ 23,55) ist höher als dieser Vergleichsmaßstab.

Während der Angebotsfrist bewegte sich der Börsenkurs zunächst auf dem Niveau des Angebotspreises (€ 28,25 je First Sensor-Aktie) und stieg im weiteren Verlauf bei immer dünnerem Handel bis auf € 31,70 an. Nach Ablauf der weiteren Annahmefrist entwickelte sich der Börsenkurs bei inzwischen nur noch sehr geringfügigem Handel bis auf € 36,35. Dadurch entkoppelte sich der Börsenkurs der First Sensor-Aktie weiter von der allgemeinen Marktentwicklung. Nach unserer Auffassung ist ein für einen Zeitraum nach dem 2. Juni 2019 ermittelter Börsenkurs kein geeigneter Maßstab zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts von First Sensor.

Im Vergleich zum Angebotspreis (€ 28,25 je First Sensor-Aktie) ist der sich aus der vorliegenden Bewertung ergebende Wert je First Sensor-Aktie (€ 23,55) nicht unerheblich geringer. Diese Differenz kann auf verschiedene Ursachen zurückzuführen sein. Beispielsweise können sich die allgemeinen Marktverhältnisse oder die Einschätzungen zur weiteren Entwicklung von First Sensor zwischenzeitlich verändert haben.

Entscheidend ist nach unserer Auffassung allerdings, dass sich die TE-Gruppe bei Abgabe des Angebots nicht unerhebliche Synergien aus dem Zusammenschluss beider Unternehmen erhoffte. Teile dieser Synergien sind in der vorliegenden Bewertung berücksichtigt. Von den nachhaltig erwarteten Kostensynergien (€ 15,0 Mio. p.a.) sind die annahmegemäß auf die TE-Gruppe entfallenden sowie die echten Synergien auf Ebene von First Sensor (zusammen € 11,2 Mio.) im Rahmen der vorliegenden Bewertung zutreffend nicht berücksichtigt.

²⁵⁴ € 17,80 bis € 26,70.

²⁵⁵ Volumengewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots als Mindestpreis.



Bezieht man diese weiteren Synergiepotenziale in die Betrachtung mit ein, ist es nach unserer Auffassung plausibel, dass der Angebotspreis über dem sich aus der vorliegenden Bewertung ergebenden Wert je First Sensor-Aktie liegt.

Es bleibt festzuhalten, dass sich auch aus einem Vergleich mit weiteren Vergleichsmaßstäben (unbeeinflusster Börsenkurs, Angebotspreis) keine Hinweise dafür ergeben, dass die vorliegende Bewertung nicht angemessen im Sinne des AktG wäre.

Prüfungsergebnis

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die vorgenommenen Plausibilisierungen keinen Hinweis dafür geben, dass die vorliegende Bewertung nicht angemessen im Sinne des AktG wäre.

9. Ableitung von Abfindung und Ausgleich

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor. Auf eine Berücksichtigung des Verwässerungseffekts aus den gewährten Optionen hat der Bewertungsgutachter vereinfachend verzichtet. Das ist nicht zu beanstanden. Aus dem Unternehmenswert von First Sensor zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag; 26. Mai 2020) i.H.v. € 241,8 Mio. errechnet sich ein Wert je First Sensor-Aktie i.H.v. € 23,55.

Im Hinblick auf die Rechtsprechung des BVerfG²⁵⁶ ist der Börsenkurs der First Sensor-Aktie grundsätzlich eine geeignete Bezugsgröße zur Bestimmung ihres Verkehrswerts. Der Börsenkurs stellt grundsätzlich die untere Grenze der Abfindung, die dem Aktionär zu zahlen ist, dar.

Dementsprechend setzt sich das Bewertungsgutachten auch mit der Frage auseinander, ob der Börsenkurs der First Sensor-Aktie bei der Festlegung der Barabfindung an die außenstehenden Aktionäre zu berücksichtigen ist.

Laut einem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist einer angemessenen Abfindung grundsätzlich der nach Umsatz gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zugrunde zu legen. Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der HV ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.²⁵⁷

Am 10. Dezember 2019 hat First Sensor im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben, dass TE Connectivity beabsichtige, einen BGAV mit TE Connectivity als herrschendem Unternehmen und First

²⁵⁶ Beschluss vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

²⁵⁷ Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09, BGHZ 186, S. 229 ff., wiederholt im Beschluss vom 28. Juni 2011, II ZB 2/00, AG 2011, S. 590 f.

Sensor als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Da die öffentliche Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 10. Dezember 2019 erfolgt ist, und somit nach Auffassung des Bewertungsgutachters kein längerer Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der HV i.S.d. Rechtsprechung des BGH vorliegt, hat er bei der Ermittlung des Referenzzeitraums auf eine Referenzperiode, die mit Ablauf des 9. Dezember 2019 endet, abgestellt.

Wir halten die gewählte Referenzperiode auf der Grundlage der Rechtsprechung des BGH für sachgerecht. Insbesondere teilen wir auch die damit verbundene Einschätzung, dass kein längerer Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der HV i.S.d. angeführten Beschlusses vom 19. Juli 2010 vorliegt.

Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Bestimmung des Verkehrswerts sprechen. So wird die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Ableitung des Verkehrswerts der Aktie nach Feststellung des BGH in den Fällen verneint, in denen über längere Zeiträume kein Handel stattgefunden hat oder aufgrund der Marktmenge ein Minderheitsaktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu verkaufen oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.²⁵⁸

Nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters ist in der relevanten Referenzperiode kein geringer Handel der First Sensor-Aktien zu beobachten gewesen. Ferner fand an allen Handelstagen ein Handel der First Sensor-Aktie statt und es waren keine aufeinanderfolgenden Kurssprünge von über 5 % zu verzeichnen. Somit läge gemessen an diesen Kriterien keine nachweisbare Marktmenge vor. Der durchschnittliche Börsenkurs für diese Referenzperiode könne deshalb als Indikator für den Verkehrswert der Aktie angesehen werden.

Der Bewertungsgutachter gibt den Börsenkurs in Höhe des von der BaFin mitgeteilten volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurses vor dem 10. Dezember 2019²⁵⁹ mit € 33,27 an. Demzufolge erachtet der Bewertungsgutachter den Börsenkurs von € 33,27 als relevant für die Bestimmung der Barabfindung.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die vom Bewertungsgutachter ausführlich dargestellten Überlegungen nachvollzogen und den angegebenen Börsenkurs durch Einsichtnahme in das Schreiben der BaFin verifiziert. Wir teilen die Auffassung des Bewertungsgutachters, dass ein Börsenkurs von € 33,27 unter rechtlichen Gesichtspunkten relevant für die Bestimmung der Barabfindung ist.

Da der ermittelte, durchschnittliche Börsenkurs je Stückaktie von First Sensor oberhalb des auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten anteiligen Unternehmenswerts von € 23,55 je First Sensor-Aktie liegt, stellt er die Untergrenze der Abfindung dar.

Prüfungsergebnis

Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 33,27 je Stückaktie festgelegt. Dies halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

²⁵⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, a.a.O.

²⁵⁹ Gemäß § 31 Abs. 1 und 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngVO.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (16. April 2020) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von First Sensor über den Abschluss des Vertrags (26. Mai 2020) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung von First Sensor ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je Stückaktie ergäbe, der die vertraglich vereinbarte Abfindung übersteigt.

Im Bewertungsgutachten ist eine Szenariobetrachtung dargestellt, die alternativ die Auswirkungen eines gegenüber der vorliegenden Bewertung veränderten Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) auf den Unternehmenswert je First Sensor-Aktie betrachtet. Die Berechnungen berücksichtigen mögliche Veränderungen des Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) von bis zu +0,5 % bzw. -0,5 %. Im Rahmen dieser Berechnungen hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben („ceteris paribus“).

Die Auswirkungen eines gegenüber der vorliegenden Bewertung veränderten Basiszinssatzes in der im Bewertungsgutachten dargestellten Bandbreite (bis zu +0,5 % bzw. -0,5 %) ist in Bezug auf die Barabfindung c.p. nicht von Bedeutung, weil der Börsenkurs auch bei einer Verminderung des Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) um -0,5 % unter rechtlichen Gesichtspunkten relevant für die Bestimmung der Barabfindung ist.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Grundlage für die Ermittlung von Garantiedividende und Ausgleichszahlung²⁶⁰ ist der auf eine Aktie umgerechnete Unternehmenswert von First Sensor.

Bei Verrentung der Barabfindung ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem Vertrag resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre ermittelt.

Das Risiko, dass der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Kündigung eines Unternehmensvertrags, insbesondere eines Beherrschungsvertrags, durch Maßnahmen des anderen Vertragspartners gemindert sein könnte, ist im vorliegenden Fall nicht zu berücksichtigen. Durch die Gewährung eines befristeten Veräußerungsrechts im Fall der Kündigung des Vertrags durch First Sensor oder TE Connectivity²⁶¹ erhalten die außenstehenden Aktionäre während der Laufzeit einen jährlichen Ausgleich und bei Beendigung des Vertrags eine Abfindung in Höhe des Betrags, den sie auch unmittelbar nach Wirksamwerden des Vertrags erhalten hätten (€ 33,27 je First Sensor-Aktie).

Im vorliegenden Fall verbleibt als Risiko der außenstehenden Aktionäre von First Sensor somit nur das Risiko, dass der zur Zahlung des Ausgleichs verpflichtete Vertragspartner dieser Verpflichtung nicht nachkommt.

²⁶⁰ Die in jeweils gleicher Höhe garantiert werden und nachfolgend zusammenfassend als „Ausgleich“ bezeichnet sind.

²⁶¹ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

Die TE Ltd. hat sich gegenüber First Sensor uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass TE Connectivity in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass TE Connectivity stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag vollständig und fristgemäß zu erfüllen (harte Patronatserklärung).²⁶² Ferner steht die TE Ltd. den außenstehenden Aktionären von First Sensor gegenüber unwiderruflich und uneingeschränkt dafür ein, dass TE Connectivity alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag, insbesondere zur Zahlung von Ausgleich und Abfindung, vollständig und fristgemäß erfüllt.²⁶³

Das Ausfallrisiko wird damit durch die (höhere) Bonität der TE Ltd. bestimmt. Somit ist der Unternehmenswert von First Sensor mit einem Zinssatz zu verrenten, der die Konditionen reflektiert, die TE Ltd. für eine unbesicherte Anleihe mit einer Laufzeit entsprechend der erwarteten Laufzeit des Vertrags derzeit angeboten werden.

Die TE Ltd. hat selbst keine Anleihen begeben. Fremdfinanzierungen über den Kapitalmarkt werden in der TE-Gruppe über die Konzerngesellschaft Tyco Electronics Group S.A., Luxemburg, aufgenommen. Die von der Tyco Electronics Group S.A. begebenen Anleihen sind mit einer uneingeschränkten Garantie der TE Ltd. versehen. Somit entspricht das Risiko der von der Tyco Electronics Group S.A. begebenen Anleihen dem (mutmaßlich geringeren) Risiko der TE Ltd.

Auf dieser Grundlage hat der Bewertungsgutachter den Verrentungszinssatz aus der Verzinsung einer Anleihe der Tyco Electronics Group S.A. abgeleitet. Angesichts der derzeit volatilen Marktverhältnisse hat er bei Ermittlung des Bonitätszuschlags („Credit Spread“) eine Durchschnittsbetrachtung über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem 9. April 2020 vorgenommen. Dabei hat er die sich aus der Marktbeurteilung der herangezogenen Anleihe²⁶⁴ ergebende durchschnittliche US-Dollar-Verzinsung (3,2 %) durch Abzug der laufzeitadäquaten risikofreien Verzinsung von US Treasury Bonds (1,5 %) in einen Credit Spread von 1,7 % umgerechnet. Vor dem Hintergrund der in dem Drei-Monats-Zeitraum beobachtbaren Schwankungsbreite des Credit Spreads hat der Bewertungsgutachter den Bonitätszuschlag ausgleichserhöhend auf 2,0 % aufgerundet und für den Euro-Raum übernommen.

Die Restlaufzeit der Referenzanleihe (rd. 16,5 Jahre) ist erheblich länger als die Mindestlaufzeit des Vertrags (fünf Jahre).²⁶⁵ Der Bewertungsgutachter unterstellt somit, dass der Vertrag nicht unmittelbar nach Ablauf der Mindestlaufzeit gekündigt wird, sondern über eine längere Zeit fortbesteht.

Diese Annahme ist nach unserer Auffassung plausibel, wobei grundsätzlich auch eine über fünf Jahre hinausgehende, sich aber nicht auf über 16 Jahre erstreckende Laufzeit denkbar gewesen wäre. Da Bonitätszuschläge grundsätzlich und auch im vorliegenden Fall mit zunehmender Laufzeit ansteigen und die Verwendung höherer Bonitätszuschläge eine Erhöhung des Verrentungszinssatzes und des Ausgleichs bewirken, ist die Verwendung der gewählten Referenzanleihe aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht zu beanstanden.

²⁶² Vgl. § 8 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags nebst Anlage zum Vertrag.

²⁶³ Vgl. § 8 Abs. 3 Satz 1 des Vertrags.

²⁶⁴ Senior unsecured notes mit einem Emissionsvolumen von \$ 500 Mio., einer Laufzeit vom 16. April 2008 bis zum 1. Oktober 2037, einem Zinscoupon von 7,13 % p.a. und einem S&P-Rating von A-.

²⁶⁵ Vgl. § 7 Abs. 3 des Vertrags.



Im Übrigen ist es gleichfalls nicht zu beanstanden, bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes in Anlehnung an § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO und unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des BGH zum Börsenkurs als Untergrenze einer Abfindung sowie der ständigen Rechtsprechung zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf einen Drei-Monats-Zeitraum abzustellen.

Im Ergebnis bestimmt sich der zur Bemessung des Ausgleichs verwendete Verrentungszinssatz wie folgt:

First Sensor Verrentungszinssatz %	
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	0,00%
Persönliche Einkommensteuer	0,00%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,00%
Risikozuschlag vor persönlichen Steuern (Credit Spread)	2,00%
Persönliche Einkommensteuer	-0,53%
Risikozuschlag nach persönlichen Steuern	1,47%
Verrentungszinssatz nach persönlichen Steuern	1,47%

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, S&P Global.

Zusammenfassend ist als Ergebnis unserer Prüfung des Verrentungszinssatzes festzuhalten, dass die Anknüpfung an das Zahlungsausfallrisiko des Garanten praxisüblich und nach unserer Auffassung auch sachgerecht ist. Sie ist auch von Gerichten anerkannt.²⁶⁶ Wir konnten auch die Herleitung des konkret angesetzten Verrentungszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren.

Der garantierte Ausgleich ergibt sich aus dem mit diesem Zinssatz in eine jährlich gleichbleibende Zahlung verrenteten Unternehmenswert in der von der Rechtsprechung geforderten Berechnung²⁶⁷ wie folgt:

First Sensor Ausgleich €	mit KSt/SolZ belastet	nicht mit KSt/SolZ belastet	Gesamt
Unternehmenswert zum 26. Mai 2020 (in € Mio.)	227,0	14,9	241,8
Anzahl Aktien	10.269.396	10.269.396	10.269.396
Unternehmenswert je Aktie	22,10	1,45	23,55
Jährl. Ausgleich je Aktie (nach pers. ESt, nach KSt/SolZ)	0,33	0,02	0,35
Zuzüglich persönlicher ESt	0,12	0,01	0,12
Jährl. Netto-Ausgleich je Aktie (vor pers. ESt, nach KSt/SolZ)	0,44	0,03	0,47
Zuzüglich KSt/SolZ	0,09	0,00	0,09
Jährl. Brutto-Ausgleich je Aktie (vor pers. ESt, vor KSt/SolZ)	0,53	0,03	0,56

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

Prüfungsergebnis

Garantiedividende und Ausgleichszahlung wurden dementsprechend mit €0,47 je Stückaktie festgelegt. Ohne Berücksichtigung des Abzugs von KSt nebst SolZ wird ein Brutto-Ausgleichsbetrag von €0,56 je Stückaktie zugesichert.

Das halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

Bei einer künftigen Änderung der Steuersätze von KSt und SolZ verändert sich gemäß § 4 Abs. 3 des Vertrags die Höhe des vorstehend anhand der aktuellen Verhältnisse berechneten Netto-Ausgleichs.

Dies ist vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des BGH sachgerecht.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (16. April 2020) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von First Sensor über den Abschluss des Vertrags (26. Mai 2020) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der

²⁶⁶ Zu vergleichbaren Fällen beispielsweise: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278.

²⁶⁷ Garantie eines Brutto-Ausgleichs (vor KSt einschließlich SolZ).



Bewertung von First Sensor ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Garantividende bzw. der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen eine Garantividende bzw. Ausgleichszahlung ergäbe, die die vertraglich vereinbarte Garantividende bzw. Ausgleichszahlung übersteigt.

Im Bewertungsgutachten ist eine Szenariobetrachtung dargestellt, die alternativ die Auswirkungen eines gegenüber der vorliegenden Bewertung veränderten Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) auf den Netto-Ausgleich je First Sensor-Aktie betrachtet. Die Berechnungen berücksichtigen mögliche Veränderungen des Basiszinssatzes (vor persönlichen Steuern) von bis zu +0,5 % bzw. -0,5 %. Im Rahmen dieser Berechnungen hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben („ceteris paribus“).

Nach seinen von uns ohne Beanstandungen verifizierten Berechnungen ergibt sich der Netto-Ausgleich je First Sensor-Aktie wie folgt:

First Sensor Szenariobetrachtung – Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern) €	Netto- Ausgleichsbetrag je Aktie
0,5%	0,54
0,4%	0,53
0,3%	0,52
0,2%	0,50
0,1%	0,49
0,0%	0,47
-0,1%	0,45
-0,2%	0,44
-0,3%	0,42
-0,4%	0,40
-0,5%	0,38

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

E. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der First Sensor AG und der TE Connectivity Holding AG gemäß § 293b AktG geprüft.

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

Zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen wir die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen ein Betrag in Höhe von € 0,47 netto je Stückaktie von First Sensor, den die außenstehenden Aktionäre von First Sensor als Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2020, die zum Tragen kommt, wenn der Vertrag im Jahr 2020 durch Eintragung in das Handelsregister wirksam wird, bzw. als Ausgleichszahlung für jedes nachfolgende volle Geschäftsjahr erhalten sowie die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre von First Sensor je Stückaktie ihrer Gesellschaft eine Barabfindung in Höhe von € 33,27 erhalten, angemessen. Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich Garantiedividende und Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag von € 0,56 je Stückaktie von First Sensor abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen im Hinblick auf die BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der First Sensor AG haben sich nicht ergeben.

Düsseldorf, den 16. April 2020

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer




ppa. Ulrich Kühnen
Wirtschaftsprüfer

Landgericht Berlin

Az.: 102 AR 1/20 AktG

**Beschluss**

In dem Verfahren

nach § 293 Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG

betreffend die

First Sensor AG,

wird auf Antrag der

- 1) **First Sensor AG**, vertreten durch d. Vorstand, Peter-Behrens-Straße 15, 12459 Berlin
- Antragstellerin-
- 2) **TE Connectivity Sensors Germany Holding AG**, vertreten durch d. Vorstand,
Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim
- Antragstellerin -

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Pade als Vorsitzenden am 22.01.2020 beschlossen:

Die ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Breite Straße 29-31, 40213 Düsseldorf,

wird zur gemeinsamen Vertragsprüferin hinsichtlich der Angemessenheit der Ausgleichszahlung in einem zwischen den oben genannten Gesellschaften beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bestellt.

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 22. Januar 2020 die Bedingungen des § 293 d Abs. 1 AktG und ist insbesondere nicht

nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagererstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

Die Antragstellerinnen haben die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung findet das Rechtsmittel der **sofortigen Beschwerde** (im Folgenden: Beschwerde) statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von 2 Wochen (Beschwerdefrist) bei dem
Landgericht Berlin
Littenstraße 12-17
10179 Berlin

oder bei dem

Kammergericht
Eißholzstraße 30-33
10781 Berlin

einzu legen.

Die Notfrist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück 3 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Liegen die Erfordernisse der Nichtigkeits- oder Restitutionsklage vor, so kann die Beschwerde auch nach Ablauf der genannten Frist innerhalb der für diese Klagen geltenden Fristen erhoben werden.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt. Die Beschwerde kann zur Niederschrift eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei einem der Gerichte, bei denen die Beschwerde einzulegen ist, eingeht. Die Beschwerdeschrift bzw. die Niederschrift der Geschäftsstelle ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Das elektronische Dokument muss

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung – ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.

Pade

Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 27.01.2020

Schumann, JBesch
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

**Beherrschungs- und Gewinnabführungs-
vertrag**

zwischen

**Domination and Profit and Loss
Transfer Agreement**

by and between

First Sensor AG,

Peter-Behrens-Straße 15, 12459 Berlin,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin-Charlottenburg unter HRB 69326

registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Berlin-Charlottenburg under register number HRB 69326(im Folgenden "**First Sensor**")(hereinafter referred to as "**First Sensor**")

und

and

TE Connectivity Sensors Germany Holding AG,

Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Darmstadt unter HRB 99155

registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Darmstadt under register number HRB 99155(im Folgenden "**TE Connectivity**");(hereinafter referred to as "**TE Connectivity**");dieser Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im Folgenden "**Vertrag**" genannt.this domination and profit and loss transfer agreement hereinafter referred to as "**Agreement**".**§ 1
Leitung**

(1) First Sensor unterstellt TE Connectivity die Leitung ihrer Gesellschaft ab dem Zeitpunkt der Wirksamkeit dieses Vertrags. Dementsprechend ist TE Connectivity berechtigt, dem Vorstand der First Sensor in Bezug auf die Leitung der First Sensor sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen. TE Connectivity ist ebenfalls be-

**§ 1
Managerial Control**

(1) First Sensor agrees that the management of its company shall be under the control of TE Connectivity as from the date of the effectiveness of this Agreement. Accordingly, TE Connectivity shall be entitled to give instructions to the management board of First Sensor with respect to the management of First Sensor in general or on a case

rechtigt, Weisungen in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses der First Sensor zu erteilen. Unbeschadet des Weisungsrechts obliegen die Geschäftsführung und Vertretung der First Sensor dem Vorstand der First Sensor.

- (2) Der Vorstand der First Sensor ist verpflichtet, Weisungen der TE Connectivity nach § 1 Abs. 1 dieses Vertrags und in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.
- (3) TE Connectivity ist nicht berechtigt, dem Vorstand der First Sensor Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags zu erteilen.
- (4) Weisungen bedürfen der Textform nach § 126b BGB oder sind, sofern sie mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen, sofern der Vorstand der First Sensor dies verlangt.

§ 2 Gewinnabführung

- (1) First Sensor verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an TE Connectivity abzuführen. Vorbehaltlich der Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 dieses Vertrags ist der nach § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag abzuführen.

by case basis. TE Connectivity is also entitled to give instructions with respect to the preparation of the annual accounts of First Sensor. Notwithstanding the right to give instructions, the Management Board of First Sensor is responsible for the management and representation of First Sensor.

- (2) The management board of First Sensor is required to comply with the instructions of TE Connectivity as specified in § 1 para. 1 of this Agreement and in accordance with § 308 of the German Stock Corporation Act (*Aktiengesetz* – "**AktG**").
- (3) TE Connectivity shall not be entitled to give instructions to the management board of First Sensor pertaining to amending, maintaining, or terminating this Agreement.
- (4) Any instructions require text form according to § 126b of the German Civil Code (*Bürgerliches Gesetzbuch* – "**BGB**") or, if the instructions are given orally, they shall be confirmed in text form without undue delay, if requested by the management board of First Sensor.

§ 2 Transfer of Profit

- (1) First Sensor undertakes to transfer its entire annual profit (*Gewinnabführung*) to TE Connectivity. Subject to establishing or dissolving reserves in accordance with § 2 para. 2 of this Agreement, the maximum amount permissible under § 301 AktG, as amended from time to time, shall be

transferred.

- (2) First Sensor kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolglicher Zustimmung der TE Connectivity Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Während der Vertragslaufzeit gebildete andere Gewinnrücklagen sind auf schriftliches oder in Textform nach § 126b BGB erfolgendes Verlangen der TE Connectivity aufzulösen und als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor der Wirksamkeit dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages verwendet werden.
- (3) Die Verpflichtung zur Abführung des gesamten Gewinns besteht erstmals für das am 1. Januar 2021 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr der First Sensor, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 dieses Vertrages wirksam wird. Die Verpflichtung ist in jedem Fall innerhalb von zwei Wochen nach Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr der First Sensor fällig.
- (2) If and to the extent permissible under commercial law and economically justified by reasonable commercial judgement, First Sensor may, with the consent of TE Connectivity in writing or text form pursuant to § 126b BGB, allocate parts of its annual profit to other profit reserves (§ 272 para. 3 of the German Commercial Code (*Handelsgesetzbuch* – “HGB”). Other profit reserves which have been created during the term of this Agreement shall be liquidated upon request of TE Connectivity in writing or text form according to § 126b BGB and transferred as profit. Other reserves or profits carried forward from the period prior to the term of this Agreement may neither be transferred as profit nor be used to compensate for any annual deficit.
- (3) The obligation to transfer the annual profit applies for the first time to the entire profits generated in the fiscal year of First Sensor beginning on 1 January 2021 or to the entire profits of any later fiscal year in which this Agreement becomes effective pursuant to § 7 para. 2 of this Agreement. In each case, the obligation becomes due within two weeks following the approval of the respective annual financial statement of First Sensor.

§ 3 Verlustübernahme

- (1) Die Vorschrift des § 302 AktG ist in ihrer Gesamtheit in der jeweils geltenden Fassung anzuwenden.

§ 3 Balancing of Losses

- (1) The provision of § 302 AktG applies in its entirety, as amended from time to time.

(2) Die Verpflichtung zum Ausgleich des gesamten Jahresfehlbetrags besteht erstmals für das am 1. Januar 2020 beginnende Geschäftsjahr oder dasjenige spätere Geschäftsjahr der First Sensor, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 dieses Vertrages wirksam wird. Die Verpflichtung wird in jedem Fall zum Ende eines Geschäftsjahrs der First Sensor fällig.

(3) Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahrs, insbesondere durch eine Kündigung aus wichtigem Grund, ist TE Connectivity zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags der First Sensor, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt, verpflichtet.

§ 4

Garantiedividende und Ausgleichszahlung

(1) TE Connectivity garantiert den außenstehenden Aktionären von First Sensor für das Geschäftsjahr 2020 von First Sensor die Zahlung eines bestimmten Gewinnanteils gemäß nachfolgendem § 4 Abs. 3 dieses Vertrages als angemessenen Ausgleich ("**Garantiedividende**"). Soweit die für das Geschäftsjahr 2020 von First Sensor gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen) je First Sensor-Aktie hinter der Garantiedividende zurückbleibt, wird TE Connectivity jedem außenstehenden Aktionär von First Sensor den entsprechenden Differenzbetrag je First Sensor-Aktie zahlen. Die Zahlung eines etwaigen Differenzbetrags

(2) The obligation to balance any losses applies for the first time to the entire losses generated in the fiscal year of First Sensor beginning on 1 January 2020 or to the entire losses of any later fiscal year in which this Agreement becomes effective pursuant to § 7 para. 2 of this Agreement. In each case, the obligation becomes due at the end of the respective fiscal year of First Sensor.

(3) In the event this Agreement is terminated during a fiscal year, and specifically in the event of termination for cause (*wichtiger Grund*), TE Connectivity is required to balance the losses of First Sensor as shown in the balance sheet to be drawn up as of the date of the effectiveness of the termination in accordance with applicable accounting rules.

§ 4

Guaranteed Dividend and Recurring Compensation Payment

(1) TE Connectivity guarantees that it will pay to the outside shareholders of First Sensor in respect of the fiscal year 2020 of First Sensor a certain portion of the profit pursuant to § 4 para. 3 of this Agreement below as adequate cash compensation ("**Guaranteed Dividend**") (*Garantiedividende*). To the extent that the dividend (including any payments on account) paid in respect of the fiscal year 2020 by First Sensor for each share of First Sensor falls short of the Guaranteed Dividend, TE Connectivity will pay to each outside shareholder of First Sensor the corresponding difference per share. Payment

ist am dritten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung von First Sensor für das Geschäftsjahr 2020 fällig.

(2) TE Connectivity verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der First Sensor ab dem Geschäftsjahr der First Sensor, für das der Anspruch der TE Connectivity auf Gewinnabführung gemäß § 2 Abs. 3 dieses Vertrages wirksam wird, für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung ("**Ausgleichszahlung**") zu zahlen.

(3) Die Garantiedividende und die Ausgleichszahlung betragen für jedes volle Geschäftsjahr der First Sensor für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie der First Sensor mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 5,00 (jede einzelne eine "**First Sensor-Aktie**", insgesamt die "**First Sensor-Aktien**") brutto EUR 0,56 ("**Bruttoausgleichsbetrag**"), abzüglich eines etwaigen Betrags für Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe des für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr jeweils geltenden Steuersatzes ("**Nettoausgleichsbetrag**"), wobei dieser Abzug nur auf den Teil des Bruttoausgleichsbetrags, der sich auf die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinne bezieht, vorzunehmen ist. Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag

of any such difference is due on the third banking day after the ordinary general shareholders' meeting of First Sensor for First Sensor's fiscal year 2020.

(2) TE Connectivity undertakes to pay to outside shareholders of First Sensor as adequate compensation pursuant to § 304 para. 1 AktG a recurring cash compensation ("**Recurring Compensation Payment**") (*Ausgleich*) from and including the fiscal year of First Sensor in relation to which the claim of TE Connectivity for the transfer of the annual profit under § 2 para. 3 of this Agreement takes effect, and for the further duration of this Agreement.

(3) The Guaranteed Dividend and the Recurring Compensation Payment payable for each full fiscal year of First Sensor with respect to each no-par value bearer share of First Sensor (*nennwertlose Inhaberaktie*), each representing a proportionate amount of the share capital of EUR 5.00 (each a "**First Sensor Share**", together the "**First Sensor Shares**"), shall be equal to EUR 0.56 gross ("**Gross Compensation Amount**"), less any amount of corporate income tax (*Körperschaftsteuer*) and solidarity surcharge (*Solidaritätszuschlag*) at the prevailing rate of these taxes for the relevant fiscal year ("**Net Compensation Amount**"), provided that this deduction is to be effected only on such portion of the Gross Compensation Amount that relates to profits subject to German corporate income tax. For the avoidance of doubt, it is agreed that any withholding tax (such as capital gains tax plus soli-

einbehalten werden.

- (4) Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung der First Sensor für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.
- (5) Die Garantiedividende wird für das Geschäftsjahr 2020 der First Sensor gewährt, wenn dieser Vertrag im Jahr 2020 wirksam wird. Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der First Sensor gewährt, für das der Anspruch der TE Connectivity auf Gewinnabführung gemäß § 2 Abs. 3 dieses Vertrages wirksam wird.
- (6) Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahrs der First Sensor endet oder First Sensor während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.
- (7) Falls das Grundkapital der First Sensor aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je First Sensor-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der First Sensor durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 4 dieses Vertrages auch für die von au-

darität surcharge thereon) shall be withheld from the Net Compensation Amount to the extent required by statutory law.

- (4) The Recurring Compensation Payment is due on the third banking day (Frankfurt am Main) following the ordinary general shareholders' meeting of First Sensor for the respective preceding fiscal year, but in any event within eight months following expiration of this fiscal year.
- (5) For the fiscal year 2020 of First Sensor the Guaranteed Dividend is granted if this Agreement becomes effective in the year 2020. The Recurring Compensation Payment is first granted for the fiscal year of First Sensor in which the claim of TE Connectivity for transfer of profit under § 2 para. 3 becomes effective.
- (6) If this Agreement ends during a fiscal year of First Sensor or if First Sensor establishes a short fiscal year (*Rumpfgeschäftsjahr*) during the term of this Agreement, the Gross Compensation Amount is reduced *pro rata temporis* for the relevant fiscal year.
- (7) If the share capital of First Sensor is increased from own funds of First Sensor in exchange for the issuance of new shares, the Gross Compensation Amount per First Sensor Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Gross Compensation Amount remains unchanged. If the share capital is increased by the issuance of new shares against cash contributions and/or contributions in kind,

Benstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neu ausgegebenen Aktien nach diesem § 4 dieses Vertrages korrespondiert mit dem von First Sensor bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Zeitpunkt zur Gewinnanteilsberechtigung.

- (8) Falls die Ausgleichszahlung und/oder die Garantiedividende nach § 4 Abs. 1 und 2 dieses Vertrags für jede First Sensor-Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, können auch die bereits nach Maßgabe des § 5 dieses Vertrages abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlung und/oder Garantiedividende verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

§ 5 Abfindung

- (1) TE Connectivity verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der First Sensor dessen First Sensor-Aktien gegen eine Barabfindung ("**Abfindung**") in Höhe von EUR 33,27 je First Sensor-Aktie zu erwerben.
- (2) Die Verpflichtung der TE Connectivity

the rights under this § 4 of this Agreement also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase. The beginning of the entitlement to rights under this § 4 of this Agreement in respect of the newly issued shares follows the beginning of entitlement to dividends as set out by First Sensor at the time of issuance of the new shares.

- (8) If the Recurring Compensation Payment and/or the Guaranteed Dividend pursuant to § 4 para. 1 and 2 of this Agreement is increased for each First Sensor Share by a legally binding court decision in appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) or a judicially recorded settlement to terminate the appraisal proceedings (*gerichtlich protokollierter Vergleich*), the outside shareholders, even if they have already been compensated pursuant to § 5 of this Agreement, are entitled to demand a corresponding additional payment to the Recurring Compensation Payment and/or the Guaranteed Dividend to the extent required by the applicable statutory law.

§ 5 Compensation

- (1) TE Connectivity undertakes upon demand of any outside shareholder of First Sensor to purchase the First Sensor Shares tendered by such shareholder in exchange for a cash compensation ("**Compensation**") (*Abfindung*) in the amount of EUR 33.27 for each First Sensor Share.
- (2) The obligation of TE Connectivity to

zum Erwerb der First Sensor-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der First Sensor nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung der angemessenen Ausgleichszahlung oder der angemessenen Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt; in diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.

- (3) Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 dieses Vertrags genannten Frist das Grundkapital der First Sensor aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Abfindung je First Sensor-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der First Sensor bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 dieses Vertrages genannten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 5 dieses Vertrages auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.

acquire First Sensor Shares is limited in time. The time limitation period ends two months after the date on which the entry of the existence of this Agreement has been published in the commercial register at the registered seat of First Sensor pursuant to § 10 HGB. An extension of the time limitation period pursuant to § 305 para. 4 sent. 3 AktG as a result of a filing for determination of the adequate Recurring Compensation Payment or the adequate Compensation by a court pursuant to § 2 of the German Act of Appraisal Proceedings (*Spruchverfahrensgesetz*) remains unaffected; in this event, the time limitation period shall expire two months after the date on which the decision on the last motion disposed has been published in the Federal Gazette (*Bundesanzeiger*).

- (3) If the share capital of First Sensor is increased from own funds of First Sensor in exchange for the issuance of new shares prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2 of this Agreement, the Compensation for each First Sensor Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Compensation remains unchanged. If the share capital of First Sensor is increased by the issuance of new shares against cash contributions and/or contributions in kind prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2 of this Agreement, the rights under this § 5 of this Agreement also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase.

- (4) Die Übertragung der First Sensor-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der First Sensor kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.
- (5) Falls die Abfindung nach § 5 Abs. 1 dieses Vertrags für jede First Sensor-Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, wird TE Connectivity die von außenstehenden Aktionären angebotenen First Sensor-Aktien gegen Zahlung der erhöhten Abfindung erwerben, soweit gesetzlich vorgesehen.
- (6) Falls dieser Vertrag durch Kündigung der First Sensor oder TE Connectivity zu einem Zeitpunkt endet, zu dem die Frist nach § 5 Abs. 2 dieses Vertrags für den Erwerb der First Sensor-Aktien durch TE Connectivity gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 dieses Vertrags abgelaufen ist, hat jeder außenstehende Aktionär der First Sensor das Recht, seine First Sensor-Aktien, die er im Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags hält, TE Connectivity gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 dieses Vertrages anzubieten und TE Connectivity ist verpflichtet, die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen First Sensor-Aktien zu erwerben. Falls die Abfindung nach § 5 Abs. 1 dieses Vertrages für jede First Sensor-Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen gerichtlich protokollierten Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines
- (4) The transfer of First Sensor Shares in exchange for Compensation is without charge to outside shareholders of First Sensor, provided that they have a domestic securities deposit account.
- (5) If the Compensation pursuant to § 5 para. 2 of this Agreement is increased for each First Sensor Share by a legally binding court decision in an appraisal proceeding (*Spruchverfahren*) or a judicially recorded settlement to terminate the appraisal proceedings (*gerichtlich protokollierter Vergleich*), TE Connectivity will acquire the First Sensor Shares tendered by the outside shareholders against payment of the increased Compensation to the extent required by applicable statutory law.
- (6) If this Agreement ends upon termination by First Sensor or TE Connectivity at a time when the period pursuant to § 5 para. 2 of this Agreement to tender the First Sensor Shares to TE Connectivity against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 has expired, every outside shareholder of First Sensor is entitled to tender the First Sensor Shares held at the time of termination of this Agreement to TE Connectivity against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 of this Agreement and TE Connectivity shall be obliged to acquire the First Sensor Shares tendered by the outside shareholder. If the Compensation pursuant to § 5 para. 1 of this Agreement for each First Sensor Share is increased as a result of non-appealable appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) or as a result of a judicially recorded settlement (*gericht-*

Spruchverfahrens erhöht wird, wird TE Connectivity die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen First Sensor-Aktien gegen Zahlung der im Spruchverfahren oder im gerichtlich protokollierten Vergleich festgesetzten Abfindung erwerben. Das Recht unter § 5 Abs. 6 dieses Vertrages ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der First Sensor nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. § 5 Abs. 3 und § 5 Abs. 4 dieses Vertrags gelten entsprechend.

§ 6 Auskunftsrecht

- (1) TE Connectivity ist berechtigt, Bücher und Schriften der First Sensor jederzeit einzusehen.
- (2) Der Vorstand der First Sensor ist verpflichtet, TE Connectivity jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der First Sensor zu geben.
- (3) Unbeschadet der vorstehenden Rechte ist First Sensor verpflichtet, TE Connectivity über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.
- (4) Solange die First Sensor-Aktien im regulierten Markt zugelassen oder im Freiverkehr einbezogen sind, sind die Parteien verpflichtet, die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, insbesondere die Markt-

lich protokollierter Vergleich) in order to avert or terminate appraisal proceedings (*Spruchverfahren*), TE Connectivity will acquire the First Sensor Shares tendered by the outside shareholders against payment of the Compensation for each First Sensor Share as determined in the appraisal proceedings or judicially recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*). The right of disposal as set forth in § 5 para. 6 of this Agreement is limited in time. The time limitation periods ends two months after the date on which the registration of the termination of this Agreement has been published in the commercial register at the registered seat of First Sensor pursuant to § 10 HGB. § 5 para. 3 and § 5 para. 4 of this Agreement apply accordingly.

§ 6 Right to Information

- (1) TE Connectivity is entitled to inspect the books and records of First Sensor at any time.
- (2) The management board of First Sensor is obliged to supply TE Connectivity at any time with all requested information on all matters relating to First Sensor.
- (3) Notwithstanding the rights above, First Sensor is required to keep TE Connectivity continuously informed on the business development and, specifically, on material transactions.
- (4) As long as First Sensor Shares are admitted to the regulated market or are listed on the open market the Parties are obliged to comply with the capital market law requirements, in particular

missbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014, einzuhalten.

§ 7

Wirksamwerden und Dauer des Vertrags

- (1) Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der First Sensor und der Hauptversammlung der TE Connectivity.
- (2) Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der First Sensor eingetragen worden ist.
- (3) Dieser Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen. TE Connectivity kann diesen Vertrag mit einer Frist von drei Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahres der First Sensor ordentlich kündigen, jedoch erstmals zum Ende des Geschäftsjahres der First Sensor, das mindestens fünf Zeitjahre (60 Monate) nach Beginn des Geschäftsjahres, für das die Verpflichtung von First Sensor zur Gewinnabführung gemäß § 2 Abs. 3 dieses Vertrags wirksam wird, endet. Das ordentliche Kündigungsrecht für First Sensor ist ausgeschlossen.
- (4) Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.
- (5) Insbesondere sind die Vertragsparteien zur Kündigung aus wichtigem Grund berechtigt, sofern:

with Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014.

§ 7

Effectiveness and Term of this Agreement

- (1) This Agreement requires for its effectiveness the consent of the general shareholders' meeting of First Sensor and the general shareholders' meeting of TE Connectivity.
- (2) This Agreement becomes effective upon registration of its existence in the commercial register at the registered seat of First Sensor.
- (3) This Agreement is concluded for an indefinite period. TE Connectivity may terminate this Agreement for convenience with a notice period of three months prior to the end of the fiscal year of First Sensor, but not earlier than as of the end of the fiscal year of First Sensor that ends at least five years (*Zeitjahre*) (60 months) after the beginning of the fiscal year in which the profit transfer obligation of First Sensor pursuant to § 2 para. 3 of this Agreement becomes effective. The termination for convenience for First Sensor is excluded.
- (4) Each party may terminate this Agreement for cause (*aus wichtigem Grund*) without compliance with any notice period. § 297 para. 1 sent. 2 AktG remains unaffected.
- (5) The parties to this Agreement are entitled to terminate this Agreement in particular, but without limitation to, if one of the following events occurs:

- | | |
|---|---|
| <p>(a) TE Connectivity wegen einer Veräußerung der First Sensor-Aktien, einer Einbringung der First Sensor-Aktien in eine andere Gesellschaft oder eines anderen Grunds in der Hauptversammlung der First Sensor nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte zusteht;</p> <p>(b) ein Rechtsformwechsel, eine Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer der Vertragsparteien stattfindet.</p> | <p>(a) TE Connectivity ceases to hold the majority of the voting rights in the general shareholders' meeting of First Sensor as a result of a disposal of First Sensor Shares, or a contribution of First Sensor Shares to another entity, or for another reason;</p> <p>(b) a change in legal form, merger, demerger or liquidation of one of the parties to this Agreement.</p> |
| <p>(6) Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tags, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tags, an dem die Kündigung zugeht.</p> | <p>(6) In the event of termination for cause without notice, this Agreement lapses at the end of the date stated in the notice of termination, provided that this date is no earlier than the day on which notice of termination is served.</p> |
| <p>(7) Endet dieser Vertrag, hat TE Connectivity den Gläubigern der First Sensor nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.</p> | <p>(7) If the Agreement is terminated, TE Connectivity must furnish security to the creditors of First Sensor under the conditions set forth in § 303 AktG.</p> |
| <p>(8) Die Kündigung muss schriftlich erfolgen.</p> | <p>(8) Any notice of termination must be in writing.</p> |

§ 8

Patronatserklärung

- (1) Die TE Connectivity Ltd. mit Sitz in Schaffhausen, Schweiz ("**TE Ltd.**") hält mittelbar 100 % der Aktien an TE Connectivity. Die TE Ltd. hat in ihrer Eigenschaft als mittelbare Aktionärin, ohne diesem Vertrag als Vertragspartei beizutreten, die diesem Vertrag informationshalber als Anlage beigefügte Patronatserklärung abgegeben. Diese Patronatserklärung ist nicht Bestandteil dieses Vertrags.
- (2) In dieser Patronatserklärung hat die TE

§ 8

Comfort Letter

- (1) TE Connectivity Ltd. with registered office in Schaffhausen, Switzerland ("**TE Ltd.**") indirectly holds 100% of the shares in TE Connectivity. TE Ltd. in its capacity as a indirect shareholder, without joining this Agreement as a party, has issued the comfort letter attached to this Agreement for information purposes. This comfort letter is not part of this Agreement.
- (2) In this comfort letter TE Ltd. has

Ltd. sich uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass TE Connectivity in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass TE Connectivity stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag vollständig und fristgemäß zu erfüllen. Dies gilt insbesondere für die Pflicht zur Verlustübernahme nach § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung.

- (3) Die Verpflichtung der TE Ltd. nach den beiden voranstehenden Sätzen führt nur dann zu einer Zahlungsverpflichtung, sobald und soweit konkret absehbar ist, dass TE Connectivity ihre Pflichten aus oder in Zusammenhang mit diesem Vertrag bei Fälligkeit nicht vollumfänglich wird erfüllen können. Die TE Ltd. steht nach dieser Patronatserklärung zudem den außenstehenden Aktionären der First Sensor gegenüber unwiderruflich und uneingeschränkt dafür ein, dass TE Connectivity alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag, insbesondere zur Zahlung einer Garantiedividende, Ausgleichszahlung und Abfindung, vollständig und fristgemäß erfüllt. Insoweit steht den außenstehenden Aktionären der First Sensor ein eigener Anspruch nach § 328 Abs. 1 BGB gerichtet auf Zahlung an TE Connectivity aus der Patronatserklärung zu.
- (4) Die Haftung der TE Ltd. gemäß den vorgenannten Absätzen aus der Patronatserklärung greift jedoch nur, soweit TE Connectivity ihre Verpflichtungen gegenüber den außenstehenden Aktionären der First Sensor aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag nicht vollständig

committed itself unconditionally and irrevocably to ensure that TE Connectivity is financially in a position that TE Connectivity will always be able to fulfil all its obligations from or in connection with this Agreement in full and in due time. This applies in particular to the obligation to assume losses as set forth in § 302 AktG in its currently valid version.

- (3) The obligation of TE Ltd. according to the two previous sentences will only lead to a payment obligation as soon as and to the extent it is precisely foreseeable that TE Connectivity will not be in a position to fulfil its obligations from or in connection with this Agreement in full when due. According to this comfort letter, TE Ltd. is irrevocably and unconditionally liable *vis-à-vis* the minority shareholders of First Sensor that TE Connectivity will timely fulfil all of its obligations towards them from or in connection with this Agreement in full, in particular the payment of a Guaranteed Dividend, Recurring Compensation Payment and the Compensation. In this respect, the outstanding shareholders of First Sensor are entitled to a claim in accordance with § 328 para. 1 BGB for payment against TE Connectivity under the comfort letter.
- (4) The liability of TE Ltd. according to the aforementioned paragraphs from the comfort letter only applies, however, if TE Connectivity does not timely fulfil its obligations *vis-à-vis* the outstanding shareholders of First Sensor arising from or in connection with this

und fristgemäß erfüllt und die TE Ltd. ihrer vorstehenden Ausstattungspflicht nicht nachkommt.

§ 9

Schlussbestimmungen

- (1) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrags oder eine künftig in ihn aufgenommene Bestimmung ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder nicht durchsetzbar sein oder werden, ist davon die Gültigkeit, Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt. Anstelle der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung gilt eine wirksame, durchführbare und durchsetzbare Bestimmung, die dem wirtschaftlich Gewollten und dem mit der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung Bezweckten im Rahmen des rechtlich Zulässigen am nächsten kommt. Entsprechendes gilt für den Fall einer unbeabsichtigten Lücke dieses Vertrags. Die Parteien vereinbaren, dass durch das Vorstehende nicht nur eine Beweislastumkehr eintritt, sondern auch die Anwendbarkeit des § 139 BGB ausgeschlossen ist.
- (2) Zur Auslegung dieses Vertrags sind die ertragsteuerlichen Bestimmungen für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere §§ 14-19 KStG in deren jeweils geltender Fassung, zu berücksichtigen.
- (3) Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäf-

Agreement timely and in full and if TE Ltd. does not fulfil its aforementioned obligation to put TE Connectivity in a position to fulfil its obligations.

§ 9

Miscellaneous

- (1) Should any present or future provision of this Agreement be or become invalid, ineffective or unenforceable as a whole or in part, the validity, effectiveness and enforceability of the remaining provisions shall not be affected thereby. Any such invalid, ineffective or unenforceable provision shall be deemed replaced by such valid, effective and enforceable provision (within the framework of what is legally permissible) as comes closest to the economic intent and the purpose of such invalid, ineffective or unenforceable provision. The aforesaid shall apply analogously to any unintended gap in this Agreement. The parties agree that the aforesaid shall not only reverse the burden of proof but that the application of § 139 BGB shall be excluded in its entirety as well.
- (2) When construing this Agreement, the income tax provisions for recognition of a fiscal unity, especially §§ 14-19 of the German Corporate Income Tax Act (*Körperschaftsteuergesetz*), as amended from time to time, shall be taken into account.
- (3) The parties explicitly declare that this Agreement is not intended to form a legal unity (§ 139 BGB) with other le-

ten oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.

- (4) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
- (5) Soweit rechtlich zulässig, ist Berlin Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.
- (6) Nur der deutsche Text dieses Vertrags ist rechtsverbindlich. Der englische Text ist nicht Teil des Vertrags und nur eine unverbindliche Übersetzung.

gal transactions or agreements which are or will be concluded and/or effected between the parties.

- (4) Amendments and supplements to this Agreement must be in writing to be effective. This specifically applies to this clause requiring written form as well. § 295 AktG applies.
- (5) As far as legally permissible, Berlin is the place of performance for reciprocal obligations and the exclusive legal venue.
- (6) Only the German text of this Agreement is legally binding. The English text is not part of this Agreement and a non-binding convenience translation only.

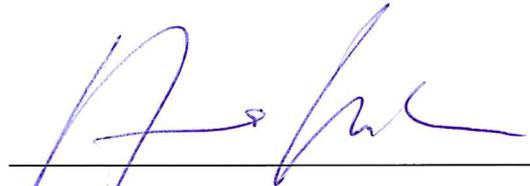
First Sensor AG

Der Vorstand / The Management Board

Berlin, den 14. April 2020 / the 14 April 2020



Dr. Dirk Rothweiler
Vorstandsvorsitzender
Chairman of the Management Board / CEO



Marcus Resch
Vorstand Finanzen
Member of the Management Board / CFO

TE Connectivity Sensors Germany Holding AG

Der Vorstand / Management Board

Bensheim, den 14. April 2020 / the 14 April 2020



Jörg Mann

Mitglied des Vorstands

Member of the Management Board



Erik Olsson

Mitglied des Vorstands

Member of the Management Board

Anlage / Attachment:

Patronatserklärung der TE Connectivity Ltd. / Comfort letter by TE Connectivity Ltd.

Patronatserklärung

Die TE Connectivity Sensors Germany Holding AG, Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Darmstadt unter HRB 99155 („**TE Connectivity**“) beabsichtigt, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („**Vertrag**“) mit der First Sensor AG, Peter-Behrens-Straße 15, 12459 Berlin, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin-Charlottenburg unter HRB 69326 („**First Sensor**“) abzuschließen, mit der First Sensor als beherrschtem und zur Gewinnabführung verpflichtetem Unternehmen. Die TE Connectivity Ltd. mit Sitz in Schaffhausen, Schweiz („**TE Ltd.**“) hält mittelbar 100 % der Aktien an TE Connectivity. Die TE Ltd. gibt hiermit folgende Erklärungen ab, ohne dem Vertrag als Partei beizutreten:

- (1) Die TE Ltd. verpflichtet sich uneingeschränkt und unwiderruflich dafür Sorge zu tragen, dass die TE Connectivity in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass die TE Connectivity stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag vollständig und fristgemäß zu erfüllen. Dies gilt insbesondere für die Pflicht zur Verlustübernahme nach § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung. Die Verpflichtung der TE Ltd. nach den beiden voranstehenden Sätzen führt nur dann zu einer Zahlungsverpflichtung, sobald und soweit konkret absehbar ist, dass die TE Connectivity ihre Pflichten aus oder in Zusammenhang mit dem Vertrag bei Fälligkeit nicht vollumfänglich erfüllen können.
- (2) Die TE Ltd. steht den außenstehenden Aktionären der First Sensor gegenüber

Comfort letter

TE Connectivity Sensors Germany Holding AG, Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim, Germany, registered in the commercial register of the Local Court of Darmstadt under HRB 99155 (“**TE Connectivity**”) intends to enter into a domination and profit and loss transfer agreement (“**Agreement**”) with First Sensor AG, Peter-Behrens-Straße 15, 12459 Berlin, Germany, registered with the commercial register of the Local Court of Berlin-Charlottenburg under HRB 69326 (“**First Sensor**”), with First Sensor as the dominated company obliged to transfer profits. TE Connectivity Ltd. with registered office in Schaffhausen, Switzerland (“**TE Ltd.**”) indirectly holds 100% of the shares in TE Connectivity. TE Ltd. hereby declares the following without joining the Agreement as party:

- (1) TE Ltd. commits itself unconditionally and irrevocably to ensure that TE Connectivity is financially equipped in such a way that TE Connectivity is always able to completely and timely fulfill all its liabilities arising from or in connection with the Agreement. This applies in particular to the obligation to balance losses in accordance with § 302 AktG in its currently valid version. The obligation of TE Ltd. according to the two previous sentences only leads to a payment obligation as soon as and as far as it is concretely foreseeable that TE Connectivity will not be able to fully meet its obligations from or in connection with the Agreement when due.
- (2) TE Ltd. is unconditionally and irrevocably liable to the minority sharehold-

uneingeschränkt und unwiderruflich dafür ein, dass die TE Connectivity alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag, insbesondere zur Zahlung einer Garantiedividende, Ausgleichszahlung und Abfindung, vollständig und fristgemäß erfüllt. Insoweit steht den außenstehenden Aktionären der First Sensor ein eigener Anspruch nach § 328 Abs. 1 BGB gerichtet auf Zahlung an die TE Connectivity zu. Die Haftung der TE Ltd. gemäß den beiden vorgenannten Sätzen greift jedoch nur, soweit die TE Connectivity ihre Verpflichtungen gegenüber den außenstehenden Aktionären der First Sensor aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag nicht vollständig und fristgemäß erfüllt und soweit TE Ltd. ihrer Ausstattungsverpflichtung nach Ziffer 1 dieser Patronatserklärung nicht nachkommt.

- (3) Diese Patronatserklärung unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die TE Ltd. unterwirft sich soweit rechtlich zulässig für Streitigkeiten und Ansprüche aus oder im Zusammenhang mit dieser Patronatserklärung der Zuständigkeit der deutschen Gerichte und der örtlichen Zuständigkeit der Gerichte in Berlin. Die TE Ltd. erkennt die Vollstreckbarkeit rechtskräftiger Entscheidungen deutscher Gerichte in diesem Zusammenhang an. Zustellungsbevollmächtigter der TE Ltd. in Deutschland für die Geltendmachung von Ansprüchen aus oder im Zusammenhang mit dieser Patronatserklärung ist die TE Connectivity, Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim, Deutschland.

ers of First Sensor that TE Connectivity will fulfil all of its obligations *vis-à-vis* them arising from or in connection with the Agreement in full and timely, in particular the payment of a guaranteed dividend, recurring compensation payment and the compensation. In this respect, the minority shareholders of First Sensor are entitled to a claim for payment *vis-à-vis* TE Connectivity according to § 328 para. 1 BGB. However, the liability of TE Ltd. according to the two aforementioned only applies if TE Connectivity does not fulfil its obligations *vis-à-vis* the minority shareholders of First Sensor arising from or in connection with the Agreement in full and timely and if TE Ltd. does not fulfil its obligation to put TE Connectivity in a position to fulfil its obligations in accordance with clause (1) of this comfort letter.

- (3) This comfort letter is subject to the law of the Federal Republic of Germany. TE Ltd. submits itself to the jurisdiction of German courts and to the local jurisdiction of the Berlin courts for any disputes and claims arising from or in connection with this comfort letter. TE Ltd. acknowledges the enforceability of final and binding decisions of German courts in this context. The authorized recipient of TE Ltd. in Germany for the legal assertion of claims from or in connection with this comfort letter is TE Connectivity, Ampèrestraße 12-14, 64625 Bensheim, Germany.

Im Namen der TE Connectivity Ltd. / On behalf of TE Connectivity Ltd.

Ort / Place: Schaffhausen, Schweiz / Switzerland

Datum / Date: 13. April 2020 / 13 April 2020



Harold G. Barksdale

Vice President

Im Namen der TE Connectivity Ltd. / On behalf of TE Connectivity Ltd.

Ort / Place: Schaffhausen, Schweiz / Switzerland

Datum / Date: 13. April 2020 / 13 April 2020



Mario Calastri

Senior Vice President

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 Fehlschlägen, 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

(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, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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