

Veröffentlicht bei www.gsc-research.de

KONTRON S&T AG (vorm. Kontron AG) (ISIN DE000A2BPK8)

Lise-Meitner-Straße 3-5
D-86156 Augsburg
Deutschland

Tel.: +49 (0) 821 / 4086-0
Fax: +49 (0) 821 / 4086-111

Kontakt Investor Relations:
Gaby Moldan
Email: sales@kontron.com

Internet: <http://www.kontron.com>

HV-Bericht KONTRON S&T AG

Neunstündige Squeeze-out-Debatte offenbart reichlich Nachbesserungspotenzial bei der Barabfindung

Knapp drei Jahre nach der Verschmelzung der Kontron AG auf die heutige Kontron S&T AG hatte die Gesellschaft für den 13. März 2020 zur außerordentlichen Hauptversammlung eingeladen, um im Zuge eines Squeeze-out-Verfahrens die Aktien der verbliebenen Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, die S&T AG, zu übertragen. Auf der von den Gutachtern geschriebenen Rechentafel stand hierfür eine Barabfindung von 5,68 Euro je Aktie. Etwa 30 Aktionäre hatten sich trotz der Ausbreitung des Corona-Virus im Bürgersaal in Stadtbergen eingefunden, um über die Angemessenheit dieser Barabfindung kritisch zu diskutieren. Das Protokoll führte Notar Thomas Kristic. Für GSC-Research berichtet Paul Petzelberger.

Der Aufsichtsratsvorsitzende Ulrich Gehrman, der selbst von 1990 bis 2012 Vorstand der damaligen Kontron AG war, eröffnete die Veranstaltung pünktlich um 10 Uhr. Er gab bekannt, dass die S&T AG 95,90 Prozent der Anteile an der Gesellschaft hält, was gemessen an den sich im Umlauf befindlichen Aktien ein Anteil von 97,67 Prozent ist. Die noch verbliebenden Anteile der Aktionäre des Streubesitzes machen kumuliert somit lediglich 2,33 Prozent aus. Ein Blick auf die Historie zeigt, wie stark die Hauptaktionärin S&T AG seit Jahren mit der Gesellschaft und auch bereits mit der vor der Verschmelzung agierenden Kontron AG verbunden ist.

Schlüsselperson dieser jahrelangen engen Verzahnung ist S&T-CEO Hannes Niederhauser, der die damalige Kontron AG zwischen 1999 und 2007 als Großaktionär und Vorstandsvorsitzender führte und unter dessen Leitung die Kontron-Aktie im Jahr 2007 einen Kurs von knapp 20 Euro auswies. Mit seinem Weggang im gleichen Jahr begannen jedoch die Probleme. 2010 fuhr die Kontron AG erstmalig Verluste ein. Der Aktienkurs begann eine jahrelange Talfahrt und markierte im Jahr 2016 seinen Tiefstand bei knapp unter 3

Euro je Aktie. Ein seit Jahren rückläufiger Umsatz von 420 Mio. Euro und ein Nettoverlust von fast 90 Mio. Euro begründeten damals die Talfahrt des einst umjubelten Stars des neuen Marktes.

„Doch dann kam 2016/17 die Wende!“, führte Gehrman weiter aus. Diese gründete sich erneut auf Niederhauser. Der damalige S&T-CEO übernahm auch bei Kontron den Vorstandsvorsitz und machte sich für eine Verschmelzung stark. Über die S&T erwarb der CEO „in Doppelrolle“ im Oktober 2016 rund 29,9 Prozent der Anteile an der Kontron AG, die überwiegend von den weiteren Kontron-Ankerinvestoren Triton Advisers und Warburg Pincus abgekauft wurden. Ermöglicht wurde dies unter anderem durch den taiwanischen Auftragsfertiger Foxconn, der sich im Zuge einer Kapitalerhöhung an der S&T AG 30 Prozent der Anteile sicherte.

Am 16. Februar 2017 verkündeten die Gesellschaften dann eine Verschmelzung der Kontron AG auf die S&T Deutschland Holding AG, die folgend am 3. Mai 2017 von der Hauptversammlung beschlossen wurde. Für je 1 Kontron-Aktie wurde 1 Aktie der S&T Deutschland Holding AG gewährt. Die im Zuge der damaligen Bewertung festgesetzte Barabfindung von 3,11 Euro wurde per Beschluss des Landgerichts München I am 24. Mai 2019 auf 3,38 Euro je Aktie erhöht. Die Anträge auf Festsetzung einer baren Zuzahlung wurde hingegen zurückgewiesen.

Für die Schilderung der Ereignisse im Rahmen des nun zu beschließenden Squeeze-out übergab der Aufsichtsratsvorsitzende das Wort an CEO Niederhauser. Zuvor betonte Gehrman jedoch noch, dass der Aufsichtsrat zusammen mit den Gutachtern die Angemessenheit der Barabfindung von 5,68 Euro umfassend geprüft hat und dass im Jahr 2019 insgesamt fünf Aufsichtsratssitzungen stattfanden. Für ihn, der die Kontron AG bereits seit 1990 eng begleitet, schließt sich damit ein großes Kapitel in seinem Leben. Die Verschmelzung beider Gesellschaften ist für Gehrman ein großer Erfolg. Dies zeigt sich schon allein daran, dass der Wert des Unternehmens, gemessen an den Barabfindungen 2017 und 2020, sich in diesem Zeitraum nahezu verdoppelt hat. Seine damalige Kontron AG weiß er bei der S&T in sicheren Händen gut aufgehoben.

Bericht des Vorstands

CEO Niederhauser griff das lobende Wort auf und zeigte sich bewegt, nun die letzte Vorstandsrede der Kontron S&T AG zu halten. Folgend lieferte er einen Überblick über die Ereignisse im Vorlauf zur Hauptversammlung. Mit Schreiben vom 23. September 2019 teilte die S&T AG dem Kontron-Vorstand mit, dass ihr unmittelbar Aktien in Höhe von mehr als 95 Prozent des Grundkapitals gehören und der Vorstand basierend darauf aufgefordert wird, die Hauptversammlung über einen Squeeze-out beschließen zu lassen. Dieses Schreiben wurde unverzüglich an den Aufsichtsrat weitergeleitet und am gleichen Tag über eine Unternehmensmitteilung veröffentlicht.

In der Folge wurde die Ermittlung der angemessenen Barabfindung seitens der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Dr. Kleeberg & Partner GmbH durchgeführt, die am 03. Oktober beauftragt wurde und am gleichen Tag mit der Ermittlung begann. Die Unternehmensplanung von 2019 bis 2023 war hierbei der wichtigste Bestandteil und wurde vom Vorstand am 12. Dezember erstellt und am 20. Dezember vom Aufsichtsrat genehmigt. CEO Niederhauser gab zudem bekannt, dass der Vorstand in den Vorjahren die Planung für Kontron im Rahmen der S&T-Gesamtplanung durchführte. Es gab stets eine Mittelfristplanung über vier Jahre, die jeweils im September vom Vorstand beschlossen und vom Aufsichtsrat gebilligt wurde. Das sich daraus ergebende Budget des Folgejahres wurde stets im Zeitraum November bis Dezember erstellt und vom Aufsichtsrat im Dezember gebilligt.

Vor Verabschiedung der für die Ermittlung der Barabfindung relevanten Planung wurde am 07. Oktober auf Antrag der S&T AG die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, durch das Landgericht

München I als sachverständiger Prüfer für die Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. Neben Deloitte schlug die Gesellschaft dem Landgericht die Gesellschaften PwC und Kreßmann Reinöhl Goßmann vor. Nach Bestellung am 7. Oktober nahm Deloitte am 11. November die Arbeit auf. Sowohl Deloitte als auch Kleeberg standen eine große Anzahl an Marktstudien zur Verfügung, darunter Studien von Artemis Industries Association, ARC Advisory Group, ARC Market, HIS Markti, Warburg Research, Deutsche Bundesbank, MarketWatch und MarketResource Media. Die den Studien zu Grunde liegenden Prognosen reichen bis in das Jahr 2024.

Am 23. Januar übermittelte die S&T AG dem Kontron-Vorstand zusammen mit einer Gewährleistungserklärung das konkretisierende Übertragungsverlangen und forderte den Vorstand auf, die zu beschließende Hauptversammlung einzuberufen. Am darauffolgenden Tag lagen sowohl der Übertragungsbericht als auch der finale Bericht von Deloitte dem Vorstand und Aufsichtsrat vor. Der Vorstand beschloss taggleich die Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung. Dieser Beschluss wurde ebenfalls taggleich vom Aufsichtsrat verabschiedet. Die Veröffentlichung der Einberufung erfolgte dann am 04. Februar 2020 im Bundesanzeiger. Zuvor ließen sich die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat am 27. Januar die Bewertung von den Gutachtern in einer dreißigminütigen Sitzung ausführlich erläutern.

Seine Rede schloss Niederhauser mit den Erläuterungen zu den Gründen des Squeeze-out, namentlich der erhöhten Flexibilität, der Transaktionssicherheit und der Einsparung von Kosten. Durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre können Beschlüsse zukünftig deutlich schneller und ohne die aufwendige Vorbereitung einer Publikums-Hauptversammlung durchgeführt werden. Ein Verzicht auf eine solche Veranstaltung erhöht zudem die Transaktionssicherheit für mögliche Umstrukturierungen oder Kapitalmaßnahmen. Zu guter Letzt spart die Gesellschaft die Kosten für die mindestens jährlich stattfindende Hauptversammlung und die in diesem Zug anfallenden Vorbereitungs- und Publizitätskosten. CEO Niederhauser bedankte sich abschließend bei den Aktionären für die jahrzehntelange Treue und übergab das Wort an Gehrman, der im Anschluss die allgemeine Aussprache eröffnete.

Allgemeine Aussprache

In der bis um 19:30 Uhr andauernden Generaldebatte kam insgesamt sieben Redner zu Wort. Den Anfang machten die Vertreter der Schutzvereinigungen, darunter Sören Merkel von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und für die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) Paul Petzelberger, der zugleich Verfasser dieses Berichts ist. Weiter ergriffen drei Privatanleger das Wort, welche sich im Konsens als Anleger der „Stunde Null“ vorstellten und sich beim Vorstand beschwerten, dass die festgelegte Barabfindung deutlich unter ihrem damaligen Einstiegskursen von 11 Euro liegt. Im Wesentlichen dominierte jedoch Aktionär Christian Werner die Debatte, der anfänglich 57 Fragen stellte und diese im Laufe des Tages durch zahlreiche weitere Wortbeiträge detailliert nachforderte.

Abseits der bewertungsrelevanten Fragen baten die Aktionärssprecher sowie Werner um zahlreiche Informationen im Zusammenhang mit der Durchführung des Squeeze-out, woraufhin CEO Niederhauser ausführlich erläuterte. Für die Durchführung der Hauptversammlung rechnet der Vorstand mit Kosten von 60 TEUR. Es befanden sich 17 Personen im Backoffice, davon acht Mitarbeiter von Kontron sowie S&T, zwei Berater von Kleeberg, drei von Deloitte und zwei Stenografen. Als rechtliche Berater fungierten die Rechtsanwälte Knuth Blumenstiel und Thomas Mayrhofer. Die Kosten für die Gutachten wollte Niederhauser nicht nennen, versicherte jedoch, dass diese wie auch die Kosten und Spesen der Depotbanken für die Auszahlung der Barabfindung vollständig von der S&T AG getragen werden. Aktionärsklagen zu Hauptversammlungsbeschlüssen hatte es in den vergangenen fünf Jahren nicht gegeben.

Dem Finanzkalender war bereits im Vorlauf der Hauptversammlung zu entnehmen, dass die Gesellschaft

beabsichtigt am 26. März den Geschäftsbericht zu veröffentlichen. Auf dieser Basis fragte Aktionär Werner nach den vorläufigen Ergebniszahlen der Gesellschaft, der S&T AG und deren Tochterunternehmen. Niederhauser wies die Auskunft die S&T und deren Tochterunternehmen zurück, konkretisierte jedoch das Kontron-Zahlenwerk. Den vorläufigen IFRS-Zahlen nach hat die Kontron-Gruppe einen Umsatz von 481,1 Mio. Euro, ein EBITDA von 39,5 Mio. Euro, ein EBIT von 18,3 Mio. Euro und ein Jahresergebnis von 13,7 Mio. Euro erzielt. Umsätze mit Hauptaktionär S&T fanden in den letzten Jahren nur in geringem Umfang statt, konkret wurden im Jahr 2017 rund 5,7 Mio. Euro, im Jahr 2018 rund 5,3 Mio. Euro und 2019 in etwa 6,8 Mio. Euro umgesetzt.

Weitere Fragen von Werner betrafen die Verlustvorträge und das Finanzergebnis. Mit Verweis auf die Seite 89 des Kleeberg-Gutachtens erklärte Niederhauser, dass die Verlustvorträge bei der Bewertung als gesonderter Wertbeitrag berücksichtigt werden. Aus diesem Grund war eine Fortschreibung auf den 31. Dezember nicht erforderlich. Zu Gunsten der Aktionäre wurde laut dem CEO der Rückgang der steuerlichen Verlustvorträge im Jahr 2019 nicht berücksichtigt. Kontron verfügte zum 31. Dezember 2018 über einen positiven Bestand beim steuerlichen Einlagenkonto in Höhe von 154,6 Mio. Euro und ein steuerliches Eigenkapital von rund 179 Mio. Euro.

Erstmalige Ausschüttungen werden laut Planung 2025 vorgenommen. Ausgehend vom 31. Dezember 2018 steigt das steuerliche Eigenkapital bis zum 31. Dezember 2024 um rund 157 Mio. Euro, sodass dann laut Planung ein steuerliches Eigenkapital von über 300 Mio. Euro ausgewiesen wird. Nach Abzug des Nennkapitals von rund 60 Mio. Euro sowie dem positiven Bestand des steuerlichen Einlagenkontos von 154 Mio. Euro, resultiert daraus ein steuerlich ausschüttbarer Gewinn von 100 Mio. Euro. Weiter führte der Vorstandsvorsitzende aus, dass der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag 2018 bei 3,832 Mio. Euro und der gewerbesteuerliche bei 3,257 Mio. Euro liegt. Beide Verlustvorträge wurden 2019 vollständig aufgebraucht. Da für das Jahr 2019 weder eine Ausschüttung noch eine Zuführung zum Eigenkapital geplant ist, wird das steuerliche Einlagenkonto bei 154,6 Mio. Euro bleiben.

Der Bitte nach einer detaillierten Aufschlüsselung des Finanzergebnisses kam Niederhauser prompt nach und konkretisiert edie vier wesentlichen Positionen Factoring, Leasing, Bankzinsen und Finanzierungszins S&T. Der S&T-Finanzierungszins lag 2018 bei 0,634 Mio. Euro und 2019 bei 2,1 Mio. Euro. Ab 2020 bis 2024 rechnet der Vorstand planmäßig mit 1,4 Mio. Euro pro Jahr. Der Rückgang ist auf die geplante Reduzierung des Volumens zurückzuführen. 2024 ist lediglich noch ein Betrag von 0,7 Mio. Euro, 2025 von 0,2 Mio. Euro und ab 2026 der komplette Wegfall des Zinsaufwands geplant. Der Zinssatz gegenüber S&T liegt bei 3 Prozent. Anderweitige Darlehen bei Kreditinstituten liegen nicht vor und werden laut Planung auch nicht neu eingegangen.

Die Kosten für das Factoring betragen 2019 rund 0,6 Mio. Euro und werden voraussichtlich 2020 bis 2023 bei jährlich 1 Mio. Euro, 2024 bis 2025 bei jährlich 1,1 Mio. Euro und ab dem Jahr 2026 rund 1,2 Mio. Euro pro Jahr liegen. Die Leasingaufwände betragen laut Prognose bis zum Terminal Value durchgängig 0,4 Mio. Euro und die Bankzinsen ebenfalls durchgängig 0,1 Mio. Euro pro Jahr. Zu dem Leasingaufwand ergänzte der CEO, dass sich die nominalen verzinslichen IFRS-Leasingverbindlichkeiten zum Stichtag 2018 auf 23,6 Mio. Euro summierten und sich zu 94,5 Prozent auf das Leasing von Immobilien beziehen. Der gewichtete Zinssatz für die einzelnen Immobilien in Deutschland, USA, Kanada, Frankreich, Großbritannien und Tschechien liegt bei 1,89 Prozent. Dem restlichen Leasingbetrag von 1,3 Mio. liegt ein Zinssatz von 0,55 Prozent zu Grunde.

Weitere von den Aktionären erbetene Aufschlüsselungen betrafen die Investitionen, die aktivierten Entwicklungskosten, die operativen Aufwendungen und Abschreiben sowie die flüssigen Mittel. Niederhauser, der seitens des Vorstands alle Fragen während der Generaldebatte beantwortete, erläuterte hierauf detailliert. Die jährlich geplanten aktivierten Entwicklungskosten lagen 2019 bei 9,6 Mio. Euro. Die Folgejahre plant der Vorstand im Einklang mit dem Wachstum der Gesellschaft mit leicht steigenden

Beträgen, angefangen mit 9,9 Mio. Euro im Jahr 2020, 10,2 Mio. Euro 2021, 10,4 Mio. Euro 2022 und 10,7 Mio. Euro von 2023 bis 2028.

Langatmiger waren hingegen die Ausführungen zu den geplanten Investitionen. In den Jahren 2018 und 2019 lagen diese bei 14,9 und 14,7 Mio. Euro. Die Gelder flossen überwiegend in technische Anlagen, Geschäfts- und Büroausstattungen und softwarebasierte Entwicklungsprojekte. Letztere machten im Jahr 2019, wie zuvor beziffert mit 9,6 Mio. Euro (2018: 11,6 Mio. Euro), den größten Teil aus, gefolgt von 1,5 Mio. Euro in Leased-Assets (2018: vor IFRS nicht beziffert), 1,4 Mio. Euro in technische Anlagen und Maschinen (2018: 0,8 Mio. Euro), 1,0 Mio. Euro in Anzahlungen (2018: vor IFRS nicht beziffert) und 1,2 Mio. Euro in Patente, Lizenzen sowie Büro- und Geschäftsausstattungen (2018: 2,5 Mio. Euro). Niederhauser informierte zudem, dass die Investitionen in den Jahren 2017 und 2018 auf ähnlichem Niveau liegen. Dies ist gut an den Ist-Zahlen der Bilanz und der GuV zu erkennen. Die bewertungsrelevante Planung berücksichtigt darum nach Ansicht des Vorstands die Fortschreibung der Investitionen für die Planjahre angemessen.

Die Investitionen werden im Rahmen der Konzernplanung von den einzelnen Konzerngesellschaften angezeigt und dann zusammengeführt. Auf Konzernebene, und somit auf Ebene der bewertungsrelevanten Planungen, liegen keine konsolidierten Detailinformationen vor. Aufgeschlüsselt in die zwei Bereiche Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände belaufen sich die Ist- bzw. Planzahlen für 2017 auf 7,1 Mio. Euro (Sachanlagevermögen) und 12,3 Mio. Euro (immaterielles Vermögen), 2018 gleichermaßen verteilt auf 7,2 Mio. Euro und 12,8 Mio. Euro, 2019 auf 9,1 Mio. Euro und 13,1 Mio. Euro, 2020 auf 8,1 Mio. Euro und 13,8 Mio. Euro, 2021 auf 8,1 Mio. Euro und 13,6 Mio. Euro, 2022 auf 8,1 Mio. Euro und 13,4 Mio. Euro, 2023 bis 2027 auf 8,1 Mio. Euro und 13,7 Mio. Euro und für den Terminal Value auf 8,2 Mio. Euro und 14,0 Mio. Euro.

Die Frage nach der Höhe der Forderungen aus dem Cash-Pooling mit der S&T AG wies Niederhauser dahingehend zurück, dass ein solches gar nicht besteht. Kontron wird innerhalb der S&T-Gruppe lediglich über das bereits thematisierte Intercompany-Darlehen finanziert. Innerhalb der Kontron-Gruppe erfolgt die Verbuchung der Forderungen über Verrechnungskonten. Kontron fungiert hierbei als Verrechnungsstelle mit einem Bestand an Verbindlichkeiten gegenüber Verrechnungskonten in Höhe von 27,2 Mio. Euro zum 20. September 2019. Zum Stichtag 2019 erhöhte sich dieser Bestand temporär auf 36,8 Mio. Euro.

Auf Nachfrage von Aktionär Werner nannte der CEO dann auch noch die pro-forma Werte 2019 die liquiden Mittel betreffend. Diese lagen zum Stichtag auf Konzernebene bei 72,4 Mio. Euro. Die immateriellen Vermögenswerte summierten sich auf 107,9 Mio. Euro und die Verbindlichkeiten gegenüber S&T auf 88,7 Mio. Euro. Als Sockelbetrag betriebsnotwendiger Liquidität erachtet der Vorstand rund 10 Prozent der Umsatzerlöse als erforderlich. Dieser Betrag wurde laut Niederhauser anhand von Daten aus der Vergangenheit bestimmt. Kosten für die betriebsnotwendige Liquidität, insbesondere für Einlagenzinsen, wurden nicht berücksichtigt.

Dies empfand Aktionär Werner geradezu als lächerlich. Ein notwendiger Cash-Bestand in Höhe von 10 Prozent des Umsatzes sei eine ungeheure Menge und vollkommen unüblich. Er bat um Erklärungen, warum die Ausschüttungspolitik nicht im Einklang mit der Bilanzplanung steht. Diese Behauptung führte wiederum zu seitenlangen Darstellungen des Backoffice. „Sehr wohl steht die Ausschüttungspolitik mit der Bilanzplanung im Einklang“, so die einleitenden Worte der zehnminütigen Darbringungen. Die thesaurierten Beträge spiegeln sich laut dem Backoffice in der Erhöhung der Rücklage wider. Der Geldzufluss wird zur Reduzierung der S&T-Finanzierung genutzt. Der Aufbau des Cash-Bestands ist ferner notwendig, um eine konsistente Working-Capital-Quote im Planungszeitraum abbilden zu können. Die Berücksichtigung der nicht notwendigen Liquidität erfolgte zu Gunsten der Minderheitsaktionäre nur zur hälftigen Abgeltungssteuer. Mit der Abgeltungssteuer ist der Solidaritätszuschlag jedoch nicht abgeschafft und darum auch nicht zu berücksichtigen

Der Cash-Bestand wird nicht gesondert verzinst und auch Negativ-Zinsen werden nicht miteinbezogen. Die Forderungen gegenüber Tochter- und Vertriebsgesellschaften basieren auf Forderungen für Lieferungen und Leistungen und werden ebenfalls nicht verzinst. Diese Position umfasst 1 Mio. Euro und ist über den gesamten Planungszeitraum konstant. Die Leistungen erstrecken sich auf übliche Sachverhalte wie beispielsweise Kauttionen und Mietobjekte. Bei den abzuschreibenden immateriellen Vermögensgegenständen handelt es sich im Wesentlichen um die gekaufte Software, Lizenzen und die selbst erstellen Entwicklungskosten. Die immateriellen Werte liegen über den gesamten Planungszeitraum bei 133 Mio. Euro, davon entfallen 24 Mio. Euro auf die Software, 14 Mio. Euro auf die Lizenzen, 42 Mio. Euro auf die Entwicklungskosten und 41 Mio. Euro auf den Goodwill.

Die immateriellen Werte werden grundsätzlich planmäßig abgeschrieben. Firmenwertabschreibungen sind darin jedoch nicht enthalten. Abweichungen bestehen lediglich zwischen der bewertungsrelevanten Planbilanz auf Konzernebene und einzelgesellschaftlichen Steuerdaten. Beim Goodwill und den aktivierten Eigenleistungen ergeben sich die Abweichungen aus dem Leasing. Da jedoch für die Bewertungszwecke die Abschreibungen und die Zugänge bei den Entwicklungskosten gleich hoch sind, ergeben sich im Ergebnis keine Auswirkungen im Vergleich zur Steuerbilanz. Zusammengefasst liegt laut dem Backoffice keine Abweichung zur Steuerbilanz vor, die bei der Ermittlung der effektiven und latenten Steuern gesondert zu berücksichtigen wäre und Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis hätte.

Nach nicht wenigen Nachfragen und ergänzenden Erläuterungen des Vorstands, die Werner jedoch nicht im Ansatz zufriedenstellten, ging Niederhauser vorerst auf die Aufschlüsselung der operativen Aufwendungen und Abschreibungen ein. Die operativen Aufwendungen umfassen laut ihm insbesondere den operativen Personalaufwand, gefolgt von Bürokosten, Rechts- und Beratungskosten, Gewährleistungskosten, Marketingkosten und Bankgebühren. Im Jahr 2019 lagen die gesamten operativen Aufwendungen bei 29,2 Mio. Euro. Die Kosten wurden entsprechend des Umsatzes für die Jahre ab 2020 fortgeschrieben. Hierbei wurden Kosteneinsparungen und Skaleneffekte berücksichtigt. Dies erklärt laut dem Backoffice, warum die Kostenquote von 2023 bereits unter 23 Prozent liegt. Für die Jahre 2024 bis 2026 hat Kleeberg ein weiteres Absinken der Kostenquote auf 22 Prozent angenommen. Diese wird sodann fortgeschrieben. Die Abschreibungen auf die aktivierten Entwicklungskosten bewegten sich in den vergangenen zwei Jahren zwischen 10 und 11 Mio. Euro.

Spärlich und mürrisch schlüsselte Niederhauser auf Nachfrage von Herrn Werner für 2018 noch auf, dass sich die gesamten Aufwendungen auf 33,7 Mio. Euro beliefen, davon Kosten für Büroausstattung mit 10,5 Mio. Euro, Miet- und Leasingkosten mit 6,3 Mio. Euro, Rechts- und Beratungskosten mit 5,2 Mio. Euro, Sachanlagen mit 2,4 Mio. Euro, Reisekosten mit 2,1 Mio. Euro und Frachten mit 1,1 Mio. Euro.

Die Frage von Werner, ob Änderungen in der ursprünglichen Planung vorgenommen wurden, damit ein Ertragswert von 5,68 Euro erreicht wird, wies Niederhauser vehement zurück. Die an Kleeberg übergebene Planung wurde im Dezember 2019 von Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedet und im Nachgang nicht mehr verändert. Lediglich konsolidierungsbedingt wurden kleinere Anpassungen vorgenommen, um die einzelnen Daten der Konsolidierungsunternehmen überleiten zu können. Die Planung an sich betrifft in erster Linie die Anpassungen der Budgetierung für die Planjahre. Die Planung 2018 ist im Jahresergebnis nicht eingeflossen und dient ausschließlich der Analyse der Vergangenheit. Aktionär Werner fand sich damit nicht ab und forderte vehement die Planungszahlen der vergangenen Jahre. Es ist für ihn nicht ausreichend, dass der Vorstand einfach behauptet, diese haben keinen Einfluss. Auf mehrmaliges Beteuern, dass diese Zahlen nicht ausgelegt werden, da diese nicht bewertungsrelevant sind, gab Werner gegen Ende die Frage als nicht beantwortet zu Protokoll. Es sollten an diesem Nachmittag noch einige mehr folgen.

Wie üblich im Rahmen von Spruchverfahren dominierte auch bereits am Tag der Hauptversammlung die Angemessenheit der Marktrisikoprämie die Debatte. DSW-Sprecher Merkel machte hierbei den Anfang und

fragte nach der Art der Festsetzung und warum die nun festgesetzte Marktrisikoprämie höher als die im abgeschlossenen Verschmelzungs-Spruchverfahren ist. Niederhauser leitete mit den an diesem Nachmittag immer wieder verkündeten Worten ein, dass sich die Gutachter an den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) orientiert hätten.

Diese Empfehlungen berücksichtigen die Tatsache, dass seit Jahren Niedrigzinsen vorherrschen. Laut empirischen Untersuchungen blieb hingegen die Gesamrendite eines Aktienportfolios in einer Bandbreite von 7 bis 10 Prozent vor persönlichen Steuern nahezu unverändert. Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus der Differenz zwischen Gesamrendite und Basiszinssatz. Eine Marktrisikoprämie von 5,75 Prozent ist bei einem Basiszinssatz von 0,3 Prozent laut den Gutachtern angemessen. Darum war eine Anhebung im Vergleich zum abgeschlossenen Spruchverfahren notwendig. Kurz vor der Hauptversammlung, am 12. März, betrug der Basiszinssatz nach Empfehlung des FAUB gerundet 0,1 Prozent vor persönlichen Steuern

Schön und schlecht seien diese Ausführungen laut Werner, doch welcher Vorsteuerwert wurde angesetzt, wie übergeleitet und wie die Korrektheit der Marktrisikoprämie nachgerechnet? Niederhauser betonte daraufhin erneut, dass sich die Gutachter an den in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung anerkannten Empfehlungen des IDW orientiert hätten. Die Empfehlungen basieren auf empirischen Studien, weswegen keine eigenen Studien erstellt wurden. Im Jahr 2019 fand eine Aktualisierung statt, sodass die Bewertung auch das aktuelle Zinsniveau und die Entwicklung an den Kapitalmärkten widerspiegelt. Die von den Gutachtern festgesetzte Marktrisikoprämie von 5,75 Prozent nach persönlichen Steuern entspricht einer Marktrisikoprämie von 7,1 Prozent vor Steuern. Dies liegt in der Mitte der Bandbreite der IDW-Empfehlung.

Für die Überleitung von Vor- auf Nachsteuerwert wird eine Aktienrendite nach Steuern von 5,9 Prozent angenommen. Diese ergibt sich aus der Summe des Basiszinssatzes von 0,15 Prozent und der Marktrisikoprämie von 5,75 Prozent, jeweils nach persönlicher Steuer. Die Aktienrendite teilt sich zudem jeweils hälftig auf Kursgewinne und Dividendengewinne auf. Die Vorsteuerrendite ergibt sich dann nach Rückrechnung der Aktienrendite nach Steuern, mit dem jeweiligen Steuersatz, sprich 25 Prozent oder 12,5 Prozent, jeweils zuzüglich Solidaritätszuschlag. Vor persönlicher Steuer ist die Rendite für Ausschüttungen und Kurssteigerungen gleich, nach Steuern unterscheidet sie sich. Die persönliche Steuer auf Kursrenditen beträgt 13,9 Prozent, hingegen fallen für Dividenden 36,38 Prozent an. Dies ergibt eine Dividendenrendite nach persönlichen Steuern von 2,71 Prozent beziehungsweise 3,68 Prozent vor persönlichen Steuern. Die 2,72 Prozent ergeben sich aus den 3,68 Prozent abzüglich des Anteils von 36,38 Prozent.

Die gleiche Vorgehensweise gilt auch für die Kursrendite von 3,68 Prozent vor persönlicher Steuer und 3,90 Prozent nach persönlicher Steuer. Insgesamt ergibt sich bei einer Aktienrendite von 5,9 Prozent nach persönlichen Steuern abzüglich dem Basiszinssatz von 0,15 Prozent eine Marktrisikoprämie von 5,75 Prozent. Vor persönlichen Steuern beträgt die Aktienrendite zweimal 3,675 Prozent und damit insgesamt 7,35 Prozent. Nach Abzug des Basiszinssatz ergibt sich dann bei einer Ausschüttung von 50 Prozent eine Marktrisikoprämie von 7,15 Prozent. Schlussendlich zeigte sich Werner zumindest teilweise mit den Ausführungen zufrieden und gab lediglich die Frage nach der Überleitung von Vor- auf Nachsteuerwert als nicht beantwortet zu Protokoll des Notars.

Länger kreiste hingegen die Diskussion um die geplanten Ausschüttungen. Unklar erschien für Werner, was mit dem anteiligen Betrag von 15,5 Prozent der Ausschüttung, nominal 7,1 Mio. Euro, passiert. Niederhauser entgegnete, dass für thesaurierte Beträge entweder eine unmittelbare Verwendung geplant oder diese Beträge kapitalwertneutral zu Gunsten der Minderheitsaktionäre berücksichtigt werden müssen. Dies kann entweder durch eine Verzinsung der Beträge oder durch direkte Zuwendungen in Form einer Ausschüttung geschehen. Die anvisierte Ausschüttungsquote steht laut dem CEO in Übereinstimmung mit der Bewertungs- und Rechtspraxis. Die von Werner angesprochenen 15,6 Mio. Euro für 2026 werden unter

Berücksichtigung der hälftigen Steuerbelastung vollständig den Aktionären zugerechnet. Ausgehend von einem Jahresüberschuss von 45,6 Mio. Euro werden somit 22,8 Mio. Euro ausgeschüttet und 15,6 Mio. Euro fiktiv hinzugezählt.

Der Restbetrag von 7,1 Mio. Euro wird im Jahr 2026 zur Finanzierung des Working-Capital-Aufbaus sowie zum weiteren Aufbau betriebsnotwendiger Liquidität verwendet. Die 7,1 Mio. Euro sind somit in der bewertungsrelevanten Planung berücksichtigt. Die Thesaurierung ist notwendig, um das zukünftige Wachstum zu finanzieren, was sich wiederum in den erhöhten Jahresüberschüssen ab dem Jahr 2027 widerspiegelt. Aktionär Werner sah seine Frage zwar als beantwortet an, monierte aber, dass für ein jährliches Wachstum von 0,5 Mio. Euro der Betrag von 7,1 Mio. Euro zurückgestellt wird. Entweder sei laut ihm die Thesaurierung unangemessen oder der Wachstumsabschlag der ewigen Rente viel zu niedrig – um diesen kreisten dann auch die anschließenden Ausführungen.

Sowohl Werner als auch die Aktionärssprecher von DSW und SdK stießen sich an der Tatsache, dass das Wachstum nach dem Übergangsjahr 2027 von 1 Prozent auf 0,5 Prozent einbricht. Es erschien den Sprechern nicht nachvollziehbar, weshalb das technologische Unternehmen Kontron ab 2028 nur noch mit 0,5 Prozent wachsen soll, sprich auf den Wettbewerb verliert und damit relativ schnell aus dem Markt verschwindet. Unerbittlich pochte Werner auf Studien, die dies ansatzweise belegen. Bis zum Schluss der Debatte konnte die Verwaltung keine solche vorlegen und gab unmissverständlich zu verstehen, dass es solche langfristigen Studien auch nicht gibt. Dennoch verteidigten sich die Gutachter bissig aus dem Backoffice heraus, dass das Wachstum entsprechend dem Wachstumsabschlag beim Zinssatz angenommen wurde. Das Wachstum beträgt hierbei mehr als das Dreifache des Basiszinssatzes nach persönlichen Steuern und soll in der ewigen Rente das inflationsbedingte Wachstum der Gesellschaft zum Ausdruck bringen.

Das einem technologischen Unternehmen zuzumessende Wachstum ist laut den Gutachtern in den Planjahren 2019 bis 2024 berücksichtigt. Die Gesellschaft wächst im Jahr 2020 um fast 16 Prozent, in den Jahren 2021 bis 2023 um 8 Prozent und in den Jahren 2024 bis 2026 zwischen 3 und 7 Prozent. Die Gesellschaft befindet sich in einem kompetitiven Marktumfeld, weswegen Niederhauser die getroffenen Annahmen zwar für machbar, aber auch ambitioniert erachtet. Erneut appellierte der CEO, dass die Gesellschaft bis 2028 um 70 Prozent wächst und Aktionär Werner im Gegenteil mal Studien vorliegen soll, woraufhin er ableitet, dass nach über acht Jahren solche Wachstumsraten fortgeschrieben werden können.

Werner korrigierte diese Vorstellungen und forderte nachdrücklich Studien, die belegen, dass der Markt ab 2028 nur noch mit 0,5 Prozent wachsen soll. Es geht ihm hierbei explizit nicht um die Einschätzung des Vorstands Kontron betreffend, sondern die Einschätzung den Markt betreffend. Nur wenn die Gesellschaft mit dem Markt parallel wächst, hat sie Bestand. Nur dann ist eine unendliche Annahme gerechtfertigt. Wenn hingegen der Markt um 8 Prozent wächst und die Gesellschaft nur mit 0,5 Prozent, würde wohl jeder technologieaffine Vorstand schnell vom Schiff springen. Nach der Erfahrung von Werner wird ein Technologieunternehmen auch nach 10 oder 20 Jahren gemessen am Umsatz mit mehr als 0,5 Prozent wachsen. Auch die Inflationsrate liegt aktuell deutlich darüber bei in etwa 2 Prozent. Selbst mit einem höheren Betafaktor von 1,1 Prozent und einem Wachstumsabschlag von 1 Prozent wird sich Werner im Spruchverfahren nicht zufriedengeben.

Für Streit sorgte zudem die Aussage des Vorstands, dass der Wettbewerb einen hohen Preis verlangt und davon auszugehen ist, dass die Gesellschaft nicht in der Lage sein wird, das 0,5-prozentige Wachstum an die Kunden weiterzugeben. Dies führte zu einer ganzen Lawine von weiteren Fragen bezüglich des Wettbewerbs und möglichen im Wachstumsabschlag berücksichtigten Szenarien. Niederhauser stellte fest, dass der Wachstumsabschlag kein Insolvenzrisiko berücksichtigt. Den hohen Wettbewerbsdruck führte der CEO auf die Internationalität der Gesellschaft und derer Lieferanten zurück. Sowohl die Lieferanten als auch große Marktteilnehmer drücken auf die Wertschöpfungskette.

Mit Beispielannahmen eines negativen Wachstumsabschlags verdeutlichte Werner, dass bei einem Wachstumsabschlag von 0,5 Prozent die unternehmenseigene Inflation bei 6 Prozent liegt. Bei einem Wachstumsabschlag von minus 0,5 Prozent liegt die unternehmenseigene Inflation hingegen bei 0 Prozent. Niederhauser entgegnete diesen Ausführungen, dass der Vorstand ja eben nicht von einem nachhaltigen Schrumpfen der Gesellschaft ausgeht. Der Wachstumsabschlag kann finanzmathematisch sowohl als jährlich steigender Überschuss im Zähler oder auch als Abschlag im Kapitalisierungszinssatz im Nenner berücksichtigt werden. Beides führt zum selben Ergebnis. Wird von einem stetigen und nachhaltigen Rückgang von minus 0,5 Prozent ausgegangen, so erachteten die Gutachter es als sinnvoller diesen im Zähler zu erfassen. Denn die Annahme einer ewigen Rente wäre sonst nicht sachgerecht. Bei einer Erfassung von minus 0,5 Prozent im Kapitalisierungszinssatz, geteilt durch den Nenner, wäre es sinnvoll das bei einer Wachstumsannahme angesetzte Ergebnis nachhaltig und dauerhaft anzusetzen. Bei dem von Werner erfragten möglichen Szenario eines Wachstumsabschlags von minus 5 Prozent müsste der Ansatz des nachhaltigen Ergebnisses angepasst werden.

Bezüglich der Durchsetzung von Preiserhöhungen am Markt gab Niederhauser bekannt, dass im Rahmen der Bewertung ausschließlich die Preisentwicklung der vergangenen Jahre angesetzt wurde. Diese zeigt, dass Preiserhöhungen grundsätzlich nicht an die Kunden weitergegeben werden können. Es bestehen auf beiden Seiten stets Preisgleitklauseln, die in beide Richtungen wirken. Da keine zehnjährige Datenbasis vorliegt, wurden Stichproben-Analysen hinsichtlich der Preisentwicklungen bei Kunden durchgeführt. Wenn Preiserhöhungen durchgesetzt wurden, dann durchschnittlich mit einer Verzögerung zwischen vier und fünf Jahren. Dies stellt in etwa auch die Dauer der vertraglich vereinbarten Kundenprojekte dar. Erst nach dieser Dauer ist grundsätzlich eine Preisanpassung möglich. Es gibt aber auch deutlich längere Kundenprojekte. Dennoch wollte Niederhauser nicht von einem Festpreis sprechen, da es für die Gesellschaft auch zu negativen Preisanpassungen kommen kann. Nach der Projektlaufzeit wird neu verhandelt. Tendenziell wird Elektronik aber immer günstiger.

Auf einzelnen Stichproben basierende Annahmen erschienen dem Murren im Raum entnehmend nicht wenigen Aktionären fraglich. Wieder einmal erbarmte Werner sich und drang tiefer in die Materie ein. Er hinterfragte bezüglich der Lieferantenstruktur, welche Unternehmen früher als Vorlieferant von Kontron agierten und mittlerweile auch als Konkurrenten am Markt auftreten. Er forderte die Nennung der Höhe dieser konkurrierenden Marktumsätze. Den Bezug zu diesen Fragen sah er im Gutachten, da die Bewerter mit diesen angeblich konkurrierenden Unternehmen ebenfalls eine Begründung für den niedrigen Wachstumsabschlag sahen.

Niederhauser benannte als ehemalige Lieferanten und nun Konkurrenten die Unternehmen TQ-Systems, HP, IBM und ABB. Seiner Einschätzung nach gibt es sicherlich noch deutlich mehr Unternehmen, die für Kontron diese Doppelrolle innehaben. Die Textpassage im Gutachten war hingegen allgemein gefasst und sollte die Entwicklung am Markt beschreiben, durch die sich die Wertschöpfungsketten stark ändern. Dies trifft auch auf die Gesellschaft zu, die verstärkt Software und Serviceleistungen anbietet. Die Aussage im Gutachten soll somit als eine reine Beschreibung der Marktsituation erachtet werden, ohne dass hierfür eine quantitative Analyse vorgenommen wurde. Das allgemeine Konzernrisiko bewertete der CEO im Marktdurchschnitt als leicht überdurchschnittlich.

Nicht wenige Nachfragen der Sprecher bezogen sich wie üblich auch auf die Errechnung des Betafaktors. Hierbei spielten insbesondere die Vergleichswerte der Peergroup-Unternehmen eine Rolle, namentlich die Verschuldungsgrade und die Liquiditätskriterien. Als Unternehmen der sogenannten Long-List nannte der Vorstandsvorsitzende unter anderem Dassault Systèmes SE, Atos SE, Sopra Steria SE, Asecco Poland SA, GFT Technologies SE, Cancom SE, Allgeier SE, Bechtle AG, Sierra Wireless Inc., Altran Technologies SA, Lem Holding SA, DrayTek Corp., Trend Micro Incorporated, Digital Arts Inc., Cisco System Inc., Symantec Corp., Fortinet Incorporated, Checkpoint Software Technologies Ltd., CalCom Tech Solution Limited, Versus Systems Inc., Germana Digital Entertainment Co Ltd., Activision Blizzard Inc. und International

Games Systems.

Zur Berechnung der verschuldeten Betafaktoren erläuterte Niederhauser, dass sich der Verschuldungsgrad in Abhängigkeit des Verhältnisses von Marktwert des Eigenkapital zu dem des Fremdkapitals reduziert. Die Thesaurierungen in den Jahren 2019 und Folgende sind notwendig, um die Verschuldung der Gesellschaft zurückzuführen und das Wachstum zu finanzieren. In der Zeit bis 2026 werden 74 Mio. Euro für die S&T-Finanzierung berücksichtigt. Übergeordnet sinkt somit der Verschuldungsgrad kontinuierlich, ausgehend vom Jahr 2019 bei 42 Prozent in den Folgejahren jährlich aufgezählt 42 Prozent, 40 Prozent, 37 Prozent, 32 Prozent, 26 Prozent, 20 Prozent, 17 Prozent, 17 Prozent und auch 2028 17 Prozent.

Neben der Verschuldung wird bei der Berechnung des Betafaktors auch das debt-Beta mit den jeweils zu Grunde liegenden periodenspezifischen Verschuldungsgraden berücksichtigt. Beim Verschuldungsgrad der Peergroup-Unternehmen wurde entsprechend der IDW-Empfehlung der Marktwert des Eigenkapitals zur Berechnung angesetzt. Die genaue Berechnung des Verschuldungsgrades erfolgt laut Niederhauser ausgehend von den gesonderten Verbindlichkeiten abzüglich der Cash-Position und sonstigen Wahl-Äquivalenten.

Weder die Kasse noch die Bar-Äquivalente wurden schlussfolgernd zur Berechnung herangenommen, sondern lediglich die Verschuldung durch den Wert X zur Marktkapitalisierung berechnet. Der Marktwert des Fremdkapitals entspricht dem Buchwert des verzinslichen Fremdkapitals laut Bilanzplanung. Die gesamte Cash-Position, die nicht ausgeschüttet und nicht indirekt den Aktionären zugerechnet wird, gilt als betriebsnotwendiges Kapital. Daher erfolgt auch keine Verkürzung des verzinslichen Fremdkapitals in Cash und der Marktwert des Eigenkapitals hat auch nichts mit dem der Marktkapitalisierung zu tun. Der Marktwert des Eigenkapitals ist zum jeweiligen Stichtag die Summe der abgezinsten künftig erwarteten Überschüsse.

Erneut monierte Werner die betriebsnotwendige Cash-Position in Höhe von 10 Prozent des Umsatzes. Diese sei viel zu hoch wie auch die berechneten Betafaktoren der Peergroup-Unternehmen. Niederhauser entgegnete, dass der Vorstand eine solche Cash-Position als notwendig erachtet. Auf Wunsch von Werner trug er die Rechnung vor, dass bei einem unverschuldeten Beta von 1,1 und einem Verschuldungsgrad von 42 Prozent im Jahr 2018, sich für 2019 nach der Formel von Harris/Pringle ein verschuldeter Betafaktor von 1,44 ergibt.

Doch der Betafaktor sollte noch deutlich länger die Generaldebatte beherrschen. Für den zweijährigen Zeitraum auf wöchentlicher Basis nannte Niederhauser die Verschuldungsgrade der einzelnen Peergroup-Unternehmen. Es zeigte sich hierbei eine Verschuldung von durchschnittlich 9,86 Prozent. Im fünfjährigen Zeitraum auf monatlicher Basis ergab sich bei den gleichen Unternehmen eine Verschuldung von lediglich 3,61 Prozent. Die zu Grunde liegenden Daten wurden vom Dienstleister Capital IQ zur Verfügung gestellt.

Bei der Berechnung der fünfjährigen Periode wurde der Zeitraum zwischen Stichtag 2014 und Stichtag 2019 monatlich mit Ultimo einbezogen. Bei der Berechnung der zweijährigen Periode ging der Blick auf die wöchentlichen Intervalle mit insgesamt 104 Datenpunkten im Zeitraum zwischen Stichtag 2017 und Stichtag 2019. Abgestellt wurde jeweils auf den letzten Freitag, sprich den letzten Börsenkurs der Woche. Obwohl das Backoffice die Börsenplätze als nicht bewertungsrelevant einschätzte, las Niederhauser auf Werner-Bitte noch die jeweiligen Börsenplätze der Peergroup-Unternehmen vor, namentlich im Falle der Eurotech die Börse Italiana (BIT), für Axiomtek, IBASE und NEXCOM der Gre Tai Securities Market, für ADLINK, Ennocon der Tailand Stock Exchange, für Curtiss-Wright die NYSE, für S&T Xetra und für Digi, Emerson und Mercury die NASDAC ES.

Die Berechnung des debt-Betas erfolgte für alle Peergroup-Unternehmen auf Basis der Relation Credit Spreads. Niederhauser trug die debt-Betas dann auch noch einzeln vor, darunter Axiomtek mit 0,63,

Advantech mit 0,32, Curtiss-Wright mit 0,28, ADLINK mit 0,63, S&T mit 0,32, Digi mit 0,76, IBASE mit 0,76, NEXCOM mit 0,76, Ennoconn mit 0,49, Mercury Systems mit 0,32 und Emerson mit 0,19. Zudem wurden die einzelnen Net Debt Positionen der Peergroup-Unternehmen ausgelegt. Dennoch zeigte sich Werner nicht zufrieden in dem Punkt, dass der Vorstand nicht die für die Berechnung der Verschuldungsgrade entsprechenden Bilanzwerte benennt. Seinen Ausführungen nach gibt es diesbezüglich unterschiedliche Ansätze bis hin zu reiner Schlampigkeit in der einfachen Herleitung im Verhältnis zur Marktkapitalisierung.

Umso ausführlicher ging Niederhauser auf die Berechnung der Verschuldungsgrade der Gesellschaft ein. Er bezifferte die für die Verschuldung berücksichtigten Positionen, darunter kurz- und langfristige Darlehen, Leasingverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen, Verbindlichkeiten gegenüber S&T und Factoring. Es ist zu berücksichtigen, dass die Veränderungen der Verschuldung bedingt ist durch die Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber der S&T AG. Es wird angenommen, dass der Cash-flow, der nicht für die Finanzierung der laufenden Geschäftstätigkeit oder der Investitionstätigkeit benötigt wird, zur Tilgung verwendet wird. Die Zinssätze wurden in Höhe des aktuellen Standes fortgeführt.

In der Detailbetrachtung sind für die Jahre bis 2028 folgende Werte geplant, zuerst bei der S&T-Finanzierung 74 Mio. Euro für 2019, 74 Mio. Euro 2020, 70 Mio. Euro 2021, 56 Mio. Euro 2022, 38 Mio. Euro 2023, 12 Mio. Euro 2024 und 0 Mio. Euro 2025 und folgende Jahre. Für das Leasing 24 Mio. Euro in den Jahren 2018 und 2019. Für das Factoring 38 Mio. Euro 2019, 43 Mio. Euro 2020, 46 Mio. Euro 2021, 50 Mio. Euro 2022, 54 Mio. Euro 2023, 59 Mio. Euro 2024, 61 Mio. Euro 2025, 63 Mio. Euro 2026, 64 Mio. Euro 2027 und 2028. Sowohl Pensionen als auch kurzfristige Bankverbindlichkeiten 2 Mio. Euro für 2019 bis 2028. Langfristige Bankverbindlichkeiten gibt es nicht und sind auch nicht geplant.

Niederhauser fuhr fort mit den für die Jahre einzelnen Verschuldungsgraden anhand der Relation von Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK), darunter 2019 rund 62 Prozent, bestehend aus EK 330 Mio. Euro und FK 140 Mio. Euro. 2020 bei 40 Prozent, bestehend aus EK 361 Mio. Euro und FK 145 Mio. Euro. 2021 bei 37 Prozent, bestehend aus EK 391 und FK 144 Mio. Euro. 2022 bei 32 Prozent, bestehend aus EK 424 Mio. Euro und FK 134 Mio. Euro. 2023 bei 46 Prozent, bestehend aus EK 457 Mio. Euro und FK 120 Mio. Euro. 2024 bei 26 Prozent, bestehend aus EK 493 Mio. Euro und FK 120 Mio. Euro. 2025 bei 20 Prozent, bestehend aus EK 493 und FK 99 Mio. Euro. 2026 bei 17 Prozent, bestehend aus EK 515 Mio. Euro und FK 90 Mio. Euro, 2027 bei 17 Prozent, bestehend aus EK 543 Mio. Euro und FK 91 Mio. Euro und 2028 bei 17 Prozent, bestehend aus EK 526 Mio. Euro und FK 92 Mio. Euro.

Der CEO verwies hierbei auch auf S. 94 und Anlage 2 des Kleeberg-Gutachtens. Die Buchwerte entsprechen den Marktwerten. Der Marktwert des FK umfasst nur die Verbindlichkeiten. Aufgrund der immensen Berücksichtigung des betriebsnotwendigen Kapitals orientierten sich die Bewerter jedoch an den Ausschüttungen. Direkte oder indirekte Zurechnungen wurden nicht berücksichtigt. Hinsichtlich der Ausschüttung betonte Niederhauser erneut, dass sich bei der Festsetzung der 50-Prozent-Quote an den FAUB-Empfehlungen orientiert wurde. Nach Ansicht des Vorstands ist darum eine gesonderte Berechnung der Ausschüttungsquoten der Peergroup auch nicht erforderlich. Niederhauser verwies darauf, dass die Gesellschaft in den Jahren 2013 bis 2019 keine Ausschüttungen vorgenommen hat. Nach Tilgung der S&T-Finanzierung wird ab 2025 eine rechnerische Ausschüttungsquote von 45,2 Prozent unterstellt. In den Jahren ab 2026 beträgt die unterstellte Ausschüttungsquote 50 Prozent. Darüber hinaus erfolgt eine fiktive direkte Zurechnung des nach direkter Ausschüttung und nach für den Kapitalerhalt notwendigen Thesaurierungsbetrages verbleibenden Betrags an die Aktionäre unter Berücksichtigung der hälftigen Abgeltungssteuer.

Werner signalisierte hierauf unverzüglich, dass diese Beantwortung zu einer großen Unzufriedenheit bei ihm führt. Nach reichlicher Pause wurden dann doch noch die detaillierten Ausschüttungen der Peergroup-Unternehmen ausgelegt. Hieraus ergab sich für 2016 eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 62,56

Prozent, für 2017 eine Quote von 81,44 Prozent und für 2018 eine Quote von 62,26 Prozent. Dem zu Grunde liegen acht der Peergroup-Unternehmen. Befragt von Werner konkretisierte Niederhauser zudem, dass der im Jahr 2018 erworbene 49-prozentige Anteil an der Kontron Canada die Gesellschaft 51 Mio. Euro kostete.

Weiter um den Betafaktor drehten sich die folgenden Fragen und Ausführungen zum „Relevern“ und der rechtlichen Grundlage zur Rundung des Betafaktors. Bei Letzterem fielen sowohl den Aktionärssprechern als auch Werner auf, dass entgegen der Berechnung von Kleeberg nicht ein Betafaktor von 1,07, sondern ein gerundeter Faktor von 1,10 angesetzt wurde. Niederhauser nahm hierzu Stellung und führte aus, dass der Betafaktor nach gutachterlichem Ermessen kaufmännisch auf eine Nachkommastelle gerundet wurde. Für die Ableitung des Betafaktors gibt es laut dem CEO zwar keine Rechtsnorm, die eine Rundung regelt. Dennoch wird eine kaufmännische Rundung des Betafaktors in der Rechtsprechung regelmäßig akzeptiert. Zu beachten ist auch, dass der von Kleeberg angesetzte Betafaktor für die Jahre ab 2019 eine deutliche Steigerung der EBITDA-Marge voraussetzt und dass die Rechtsprechung eine Rundung nur dann zulässt, wenn das individuelle Chance-Risiko-Profil im Vergleich zur Peergroup berücksichtigt wird. Dies sei hier der Fall gewesen.

Anschließend erläuterte Niederhauser das „Relevern“. Um den periodenspezifischen Verschuldungsgrad zu berücksichtigen, wird das unlevered Beta der Vergleichsunternehmen an das zu bewertende Unternehmen angepasst. Diese Rückrechnung nennt man relevern. Konkret bedeutet dies, dass der verschuldete Betafaktor des EK der Summe des unverschuldeten Beta des EK und der Verschuldungsgrad multiplizierten Differenz aus unverschuldeten Betafaktor des EK und des debt-Beta besteht. Am Beispiel für das Jahr 2019 bedeutet dies: $1,44 = 1,10 + (1,10 - 0,29) * 42,1$ Prozent. Das debt-Beta berechnet sich aus der Differenz des Zinssatzes für verzinsliche FK nach persönlichen Steuern und dem Basiszins nach persönlichen Steuern in der Relation zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Am Beispiel für 2019 bedeutet dies wiederum: $0,29 = (1,81 - 0,15) / 0,75$.

Eine weitere Frage stammte vom DSW-Sprecher Merkel. Ihn wunderte, dass in den Planjahren trotz starken Anstiegs der Umsätze die Materialaufwandsquote von 66 Prozent nahezu konstant bleibt. Seiner Ansicht nach müssten die höheren Umsätze zu besseren Einkaufsbedingungen führen. Die mit 66 Prozent konstant bleibende Materialaufwandsquote begründete Niederhauser daraufhin erneut mit dem hohen Margendruck. Die Kundenverträge weisen lange Laufzeiten auf und Preissteigerungen können kaum weitergegeben werden.

Auch die Annahme unechter Synergien wies der CEO zurück. Er gab zu beachten, dass Kontron bereits mit dem Abschluss des Gewinn- und Beherrschungsvertrages in den S&T-Konzern integriert wurde. Der Squeeze-out bringt somit keine zusätzlichen unechten Synergien, die nicht bereits in der Planung berücksichtigt wären. Es ergeben sich nur Kosteneinsparungen wie beispielsweise durch den Wegfall der Publikums-Hauptversammlung. Diese sind jedoch in der Bewertung nicht zu berücksichtigen. Die Bewertung berücksichtigt somit laut dem Vorstand alle bekannten Synergien zum Bewertungsstichtag, „so wie das Unternehmen steht und lebt“. Dies entspreche der höchstrichterlichen Rechtsprechung, siehe Wurzeltheorie.

Werner hakte dennoch nach. Im Bewertungsgutachten war ihm der Satz aufgefallen, dass die Planung der Jahre bis 2023 vor dem Hintergrund der von der Gesellschaft erreichten Kennzahlen, Quoten und Margen als ambitioniert erachtet wird. Ihn interessierte hierbei, welche Vergangenheitsjahre berücksichtigt wurden und welche Synergien in die Bewertung einfließen. Niederhauser erläuterte, dass sich der Satz auf den unbestritten starken Umsatz- und Margenanstieg bezieht. In den vergangenen Jahren war der Umsatz hingegen oft eingebrochen, teilweise gar von einem Quartal auf das andere um ein Fünftel. Auch die EBIT-Margen schwanken laut dem CEO sehr. In den Jahren 2010 und 2012 erzielte die Gesellschaft negative EBIT-Renditen und in den Jahren 2013 und 2014 eine Marge von 1 Prozent. Für die Planjahre 2019 und folgende plant der Vorstand nun ein nachhaltiges Umsatzwachstum mit einer EBIT-Marge von 8 Prozent.

Eine solche Entwicklung konnte die Gesellschaft in den letzten elf Jahren nicht verzeichnen, was wiederum belegt, dass die Synergien angemessen berücksichtigt wurden.

Auf Werner-Nachfrage stellte der CEO klar, dass eine genaue Bezifferung der Synergien durch die vorangegangene Verschmelzung der Kontron in den S&T-Konzern vertragsmäßig nicht entsprechend beziffert werden kann. Die Vergangenheitszahlen vor 2016 sind bezogen auf Umsatzentwicklung und EBIT-Marge insofern vergleichbar, da die Gesellschaft das frühere Kontron-Geschäft fortführt. Der Zusammenschluss im Jahr 2016 änderte ja nichts am Geschäftsmodell der Gesellschaft. Die Vergangenheitsjahre sind somit die Jahre 2016 bis 2019, obwohl ein früherer Vergleich ebenfalls sinnvoll erscheint. Werner bestätigte, dass dies seine Frage beantwortet – wenn auch nicht in seinem Sinne.

Für Aufsehen sorgte dann Frau Nicole Nagy, die alle Aktien der S&T AG vertrat. Zur Verwunderung aller Aktionäre erklärte die Vertreterin um 18:01 Uhr Widerspruch mit allen S&T-Aktien zu Protokoll des Notars. Im Vorlauf hatten bereits die Redner Werner, Mayer und Petzelberger ebenfalls Widerspruch mit allen von ihnen vertretenen Aktien erklärt.

Mit Einbruch der Dunkelheit drehte Werner dann nochmal auf und ging mit seinen Fragen zu den unterschiedlichen CAPM-Ertragswertberechnungsverfahren, den geplanten Pensionszuführungen, den historisch ermittelten Gehältern und Gehaltssteigerungen und den IQ HQ-Gebühren ins Detail. Bei Letzterem konkretisierte Niederhauser, dass sich die Headquarter-Gebühr aus einer Intellectual-Property-Gebühr (2019: 5,8 Mio. Euro, 2018: 6,1 Mio. Euro), einer IT-Gebühr (2019: 1,1 Mio. Euro, 2018: 1,9 Mio. Euro) und einer Management-Gebühr (2019: 0,8 Mio. Euro, 2018: 0,18 Mio. Euro) zusammensetzt. Ab 2018 orientiert sich die Höhe an der Umsatzentwicklung. Die Management-Gebühr beinhaltet im Wesentlichen Dienstleistungen für Planung und Buchhaltung. Die IT-Gebühr entsteht durch die Anzahl der SAP- und Microsoft-Lizenzen. Wenn der Umsatz steigt, erhöht sich ebenfalls die Anzahl der Arbeitsplätze und somit auch der Lizenzen. Die Intellectual-Property-Gebühr setzte sich aus zusätzlichen Kosten für Lizenzen zusammen, die seitens der S&T seit 2017 bereitgestellt werden. Vor dieser Bereitstellung wurden diese Lizenzen noch von der externen Firma Datagroup bereitgestellt. Kontron verfügt über keinerlei Lizenzen.

Zu den verschiedenen CAPM-Ertragswertverfahren schlüsselte der CEO auf, dass beim Ertragswertverfahren zukünftige Ausschüttungen auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden. Bei objektivierten Ertragswertverfahren werden die Ausschüttungen vor Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgezogen. Der Kapitalisierungszinssatz der Abzinsung kann entweder durch den CAPM oder Tax-CAPM ermittelt werden. Beim Tax-CAPM werden die Werte der persönlichen Ertragssteuern und die Renditeerwartungen berücksichtigt. Beim CAPM werden Vorsteuerrenditen der Alternativenanlagen erfasst. Es gibt also grundsätzlich ein Ertragswertverfahren mit den Varianten vor- und nach persönlichen Steuern und zwei Verfahren zur Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes - das CAPM und das TAX-CAPM. Es ist das Äquivalenzprinzip zu beachten, dass persönliche Einkommenssteuern einheitlich bei der Ableitung die Mittelzuflüsse (Zählergröße) bei den Kapitalisierungszinssätzen zu berücksichtigen sind. Zusammengefasst gibt es also nur ein Verfahren, jedoch Unterschiede bei vor Steuern und nach Steuern.

Zu den Pensionszuführungen konnten die Aktionäre vernehmen, dass für die Jahre ab 2019 diesbezüglich unverändert Rückstellungen in Höhe von 1,6 Mio. Euro angenommen wurden. Erhöhungen von Zinsrückgängen sowie Preis- und Kostensteigerungen sind dabei nicht berücksichtigt. Die Pensionsrückstellungen sowie die damit zusammenhängenden Aufwände und Erträge sind laut Backoffice insgesamt als nicht wesentlich für das Bewertungsergebnis anzusehen. Daher wurden die Beträge unter Berücksichtigung anerkannter Annahmen zur Rentenanpassung, sowie der Sterblichkeit, prognostiziert. Der Rechnungszinssatz wurde dem zuletzt vorliegenden Gutachten entnommen und unverändert für die Zukunft unterstellt. Zum Stichtag 2019 betragen die Pensionszinssätze 0,62 Prozent. Auf Frankreich entfallen hierbei mehr als 50 Prozent der gesamten Rückstellungen. Zu Gunsten der Aktionäre wurde jedoch kein weiterer Rückgang des bewertungsrelevanten Marktzinssatzes angenommen. Sofern sich künftig der nach IFRS 29

zu ermittelnde Zinssatz reduziert, würde dies zu ansteigenden Aufwendungen und Rückführungen führen. Dies wurde aber nicht berücksichtigt.

Auch wurde für die einzelnen Jahre nicht gesondert geplant. Ausweislich der Anlage 2 des Kleeberg-Gutachtens wurde für die Pensionsrückstellungen der Jahre 2019 bis 2027 ein konstanter Wert von 1,619 Mio. Euro angesetzt. In der ewigen Rente 2028 wurde der Wert mit 1,627 Mio. Euro, also geringfügig höher taxiert. Jährliche Rentenanpassungen und Gehaltserhöhungen wurden nicht berücksichtigt und der Rechnungszinssatz nicht gesondert berechnet, sondern dem Stichtag 2019 entnommen und unverändert für die Zukunft unterstellt. Detailliert aufgeschlüsselt betragen die Pensionszinssätze zwischen 0,62 Prozent in Frankreich und 1,26 Prozent in Deutschland. Der gewichtete Zinssatz liegt zwischen 1 und 2 Prozent. Zu Gunsten der Aktionäre wurde jedoch kein weiteres Absinken des Zinssatzes berücksichtigt, wobei aus heutiger Sicht von einem weiteren Absinken auszugehen ist. In der Planungsrechnung wird basierend auf der verzinslichen Verpflichtung ein jährlicher Aufwand von 26 TEUR für die Pensionsverpflichtungen berücksichtigt. So reduziert sich künftig der nach IFRS ermittelte Zinssatz weiter und führt zu einem Ansteigen der Aufwendungen und Rückstellungen. Dies wurde jedoch ebenfalls nicht berücksichtigt.

Brisant wurde es dann noch hinsichtlich der durchschnittlichen Gehälter und Gehaltssteigerungen, bei denen sich zwischen Werner und der Verwaltung eine rege Diskussion zeigte. Niederhauser bezifferte die Vollzeitmitarbeiter im vergangenen Jahr auf eine Anzahl von 1.058 Mitarbeitern. Der Personalaufwand lag in der Planung bei 87 Mio. Euro. Daraus ergibt sich schlussfolgernd ein durchschnittliches Gehalt, inklusive Arbeitgeberanteil, von insgesamt 82 TEUR pro Jahr. In der Planungsphase wurde die Entwicklung der Personalkosten entsprechend der Geschäftsentwicklung geplant. Das Planungsmodell der S&T sieht vor, dass sich der Personalaufwand in Relation zum Umsatz verändert. Von einer 1-zu-1 Relation sei aber nicht auszugehen, wie Niederhauser einen Werner-Einwurf konterte. Bei den Kosten für die Vertriebsmitarbeiter gibt es beispielsweise unterschiedliche Anpassungssätze.

Diese Ausführungen betitelte Werner dennoch als einen „nichtssagenden Gemischtwarenladen“. Niederhauser konkretisiert daraufhin weiter, dass die Gesellschaft nach dem Gesamtkostenverfahren und nicht nach dem Umsatzkostenverfahren plant. Die Personalkosten sind nicht nach Töpfen oder Bereichen geplant. Die Planung erfolgt nach Umsatzentwicklung, wobei immer das Wachstum unterproportional zum Umsatz angesetzt wurde. Marketingkosten können sowohl Personalkosten als auch sonstige Kosten sein. Sie werden in der Planung entsprechend fortgeschrieben geplant. Die Verwaltungskosten sind meist Personalkosten und überwiegend unterproportional zur Umsatzentwicklung angesetzt. Wenn beispielsweise das Wachstum 10 Prozent ist, steigen die Personalkosten um 8 Prozent an.

Zur großen Überraschung kamen dann kurz vor Schluss noch Ausführungen zu den Planungen. Diese bezogen sich auf die Tochter- und Enkelgesellschaften, die in den pro-forma-Konzern aufgenommen wurden. Hierzu zählte Niederhauser auf: die Kontron Asia mit der Kapsch Carrier Com seit 2013, die Kontron Asia Technologie und die Quanmax Penang seit 2019, die Kontron Asia Pacific, die Kontron Technology Beijing, die Kontron Hongkong Technologie, die Kapsch Beijing Limited, die Kontron America, die Kontron Canada Inc. mit den Töchtern Kontron Com, Inocybe Tech USA und Inocyte Tech UK. Weiter die Kontron Europe GmbH mit ihren Töchtern Kontron UK, Kontron ECT Design, Kontron Ukraine, Kontron Modular Computers Frankreich, Kontron electronics Deutschland sowie Kontron electronics Ungarn. Die Konsolidierung ergibt sich laut dem CEO aus den Beteiligungsverhältnissen und den rechtlichen Konsolidierungsprinzip.

Nur zwölf der Töchter tragen zum Zahlenwerk bei, namentlich im Jahr 2019 Kontron Europe mit 165,05 Mio. Euro Umsatz, einem EBITDA von 18,754 Mio. Euro, einem EBIT von 8,190 Mio. Euro und einem Jahresergebnis von 5,563 Mio. Euro. Weiter Kontron Amerika mit einem Umsatz von 93,16 Mio. Euro, einem EBITDA von 3,41 Mio. Euro, einem EBIT von 0,647 Mio. Euro und einem Jahresergebnis von minus 0,371 Mio. Euro. Ferner Kontron Canada mit einem Umsatz von 60,2 Mio. Euro und einem EBITDA von

5,7 Mio. Euro. Weitere Zahlen liegen bei Canada nicht vor. Vollständig ist hingegen Kontron KAD mit 37 Mio. Euro Umsatz, einem EBITDA von 13,5 Mio. Euro, einem EBIT von 13,1 Mio. Euro und einem Jahresergebnis von 12,99 Mio. Euro. Zuletzt Kontron China mit einem Umsatz von 23,8 Mio. Euro, einem EBITDA von 0,9 Mio. Euro, einem EBIT von 0,57 Mio. Euro und einem Jahresergebnis von 0,192 Mio. Euro.

Seine Ausführungen abschließend gab Werner zahlreiche Fragen als nicht beantwortet zu Protokoll. Es ist an dieser Stelle zu erwähnen, dass die Gesellschaft im Laufe der Versammlung zahlreich gestaffelt konkretisierte und Datenblätter auslegte, namentlich betreffend die EBIT- und EBITDA-Margen, die Net Debt Positionen und Ausschüttungsquoten der Peergroup sowie deren Referenzindizes, die zwei- und fünfjährigen R2 und die zwei- und fünfjährigen T-Test. (Anmerkung des Verfassers: All diese Unterlagen können auf Anfrage hin über GSC Research angefordert werden. Aktionärsbescheinigungen erhalten die Aktionäre durch Schreiben an die Mailadresse der Gesellschaft „ir@snt.at“).

Abstimmung

Versammlungsleiter Gehrman verkündete die Präsenz mit 58.822.878 Aktien. Bezogen auf das Grundkapital der Gesellschaft von 61.251.325 Euro, eingeteilt in ebenso viele Aktien, entsprach dies einer Quote von 96,04 Prozent. Neben den von der S&T AG angemeldeten 58.740.146 Stimmen, entfielen die größten Aktienpakete des Streubesitzes auf die Aktionäre Milaco GmbH mit 20.000 Stimmen, Hilde Hauff mit 12.000 Stimmen, Lothar Stang mit 11.212 Stimmen, Marcus Winter mit 4.429 Stimmen und die Spezialwerte AG mit 4.005 Stimmen.

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die S&T AG wurde mit einer Zustimmungsquote von 99,91 Prozent angenommen. Bei den Neinstimmen zeigte sich lediglich ein Block von 51.488 Stimmen. Um 19:44 Uhr schloss der Vorsitzende die Hauptversammlung.

Fazit

Bei einer Marktrisikoprämie von 5 Prozent, einem Basiszinssatz von 0,1 Prozent und einem Betafaktor von 1,07 Prozent würde sich eine Barabfindung von 7,73 Euro ergeben. So rechnete das Backoffice abschließend vor und so dürfte sich die Barabfindung beispielsweise auch zu Recht mit dem Wort „angemessen“ bekleiden. Bei einem Betafaktor von 1,0 würde bei gleichen Parametern gar eine Barabfindung von 8,72 Euro nachträglich zu Buche stehen. Konkret wird dies in dem kommenden Spruchverfahren geklärt werden, für dieses die stattgefunden Hauptversammlung bereits reichlich Stoff lieferte.

Nach knapp neun Stunden Generaldebatte wusste auch der letzte Aktionär im Raum, was jeweils die Lieblingssätze von Werner und Backoffice sind. Bei Werner gewann mit weitem Abstand der Satz: „Sie können sich sicherlich vorstellen, wie unbefriedigend diese Antwort ist“ – wohingegen zum Favoriten des Backoffice avancierte: „Wir bitten Sie (Werner) daher zu Kenntnis zu nehmen, dass Ihre Frage damit beantwortet wurde. Sofern Sie abweichende Auffassungen vertreten, haben wir hierzu eben unterschiedliche Meinungen“.

Trotz unterschiedlicher Meinung waren sich Aktionäre und Vorstand dann aber doch schon fast einig, dass es die anvisierte Barabfindung von 5,68 Euro im Spruchverfahren sichtlich schwer haben wird zu bestehen. Zu dieser Auffassung trugen zahlreiche Ansatzpunkte bei. Da wäre der deutlich zu geringe Wachstumsabschlag von 0,5 Prozent, der unter Verweis auf Markt und Inflation kaum erklärbar ist. Bis zuletzt verleugnete das Backoffice, dass sich das unterstellte Wachstum der finanziellen Überschüsse nicht auf die (wirklich nicht vorhandenen?) Preissteigerungen begrenzen muss. Auch ein längeres Wachstum

durch steigende Absätze von Produkten ist möglich. Der Wachstumsabschlag sollte darum mindestens über der Inflation liegen.

Mit Blick auf den Betafaktor sollte die von den Gutachtern viel geliebte sogenannte „kaufmännische Rundung“ ebenfalls nicht sattelfest sein. Die bei einem korrekt angesetzten Betafaktor ermittelte Auswirkung ist vorstehend ausgedrückt. Ein Festlegen des betriebsnotwendigen Kapitals in Höhe von 10 Prozent des Umsatzes bedarf auch einer tatsächlichen Belegung, ebenso wie die pauschal taxierte Ausschüttungsquote von 50 Prozent. Gleiches zeigt sich auch bei der angesetzten Marktrisikoprämie und deren Berechnung, die es anscheinend gar nicht gibt. Lieber wird sich hier pauschal an der FAUB-Empfehlung orientiert. Doch trotz dieser zahlreichen Ansatzpunkte verteidigten die Gutachter ihre Bewertung bis in die Abenddunkelheit hinein. So steht am Ende doch nur eine Sache fest: Die zweite Runde wird vor dem Landgericht München I stattfinden.

Kontaktadresse

Kontron S&T AG
Lise-Meitner-Straße 3-5
D-86156 Augsburg

Tel.: +49 (0)8 21 / 40 86-114

Fax: +49 (0)8 21 / 40 86-122

Internet: www.kontron.com

E-Mail: [investor\(at\)kontron.com](mailto:investor(at)kontron.com)