

Bericht über die Prüfung des
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der
Worthington Steel GmbH, Stuttgart,
und der
Klöckner & Co SE, Düsseldorf,
gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii), Art. 10 der
Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom
8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen
Gesellschaft (SE) i.V.m. § 293b Abs. 1 AktG

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	6
3.	Prüfung des Vertragsinhalts	10
3.1.	Vorbemerkungen	10
3.2.	Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften	10
3.3.	Leitung und Weisungen	10
3.4.	Gewinnabführung	11
3.5.	Verlustübernahme	11
3.6.	Ausgleich	12
3.7.	Abfindung	13
3.8.	Wirksamkeit und Dauer	15
3.9.	Schlussbestimmungen	17
3.10.	Ergebnis	17
4.	Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	18
4.1.	Bewertungsgrundsätze	18
4.2.	Berücksichtigung des Börsenkurses	18
4.3.	Zukunftserfolgswert	21
4.4.	Ertragswertverfahren	24
4.5.	Liquidationswert	26
4.6.	Substanzwert	27

4.7.	Vergleichsorientierte Bewertung	27
4.8.	Relevanz von Vorerwerben	28
4.9.	Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung	33
4.10.	Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung	34
5.	Bewertungsobjekt	35
5.1.	Rechtliche Grundlagen	35
5.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	36
5.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	37
5.4.	Steuerliche Grundlagen	42
6.	Bewertungsstichtag	44
7.	Prüfungsfeststellungen zum Börsenkurs	45
7.1.	Börsenkurs als Bewertungsmethode	45
7.1.1.	Rechtsprechung	45
7.1.2.	Marktsegment	48
7.1.3.	Kursverlauf der Aktie	49
7.1.4.	Keine Indizien für das Vorliegen einer Marktenge	50
7.1.5.	Liquidität	50
7.1.6.	Ergebnis der Analysen	53
7.1.7.	IDW S 17	54
7.2.	Börsenkurs als Untergrenze einer angemessenen Abfindung	61
8.	Prüfungsfeststellungen zur Ableitung des Zukunftserfolgs werts	64
8.1.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	64
8.1.1.	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	64

8.1.2.	Branchenspezifisches Umfeld	68
8.1.3.	Wettbewerbsumfeld	82
8.2.	Unternehmensplanung	85
8.2.1.	Planungsprozess und -systematik	85
8.2.2.	Vergangenheitsanalyse	90
8.2.3.	Bereinigungen	101
8.2.4.	Analyse der Planungsgüte	102
8.2.5.	Managementplanung	104
8.2.6.	Zukunftserfolgsplanung	112
8.2.7.	Ausschüttungsverhalten	120
8.2.8.	Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber	122
8.2.9.	Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen	124
8.3.	Kapitalisierungszins	124
8.3.1.	Vorbemerkungen	124
8.3.2.	Basiszins	125
8.3.3.	Risikozuschlag	126
8.3.4.	Wachstumsabschlag	141
8.3.5.	Angesetzter Kapitalisierungszins	144
8.4.	Ableitung des Ertragswerts	144
8.5.	Gesondert bewertetes Vermögen	145
8.6.	Unternehmenswert nach dem Zukunftserfolgswertverfahren	146
9.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	148
10.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	150
11.	Ermittlung der Ausgleichszahlung und der Abfindung	151
11.1.	Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG	151

11.2.	Abfindung gemäß § 305 AktG	155
12.	Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der Ausgleichszahlung und der Abfindung	157

Wir weisen darauf hin, dass aus rechentechnischen Gründen in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von einer Einheit (€, % usw.) auftreten können.

Kapitalmarktdaten haben wir, sofern nicht anders angegeben, mithilfe des Finanzdienstleisters S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC, New York, USA (im Folgenden auch „S&P Capital IQ“) erhoben.

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Düsseldorf vom 12. Juni 2026 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen sachverständigen Vertragsprüfer
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Worthington Steel GmbH, Stuttgart, und der Klöckner & Co SE, Düsseldorf, vom 8. September 2026
- Anlage 4** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

**Worthington Steel GmbH,
Stuttgart**
(im Folgenden auch „WS“ oder „herrschendes Unternehmen“ genannt),

und die

**Klöckner & Co SE,
Düsseldorf**
(im Folgenden auch „KCO“ oder „beherrschte Gesellschaft“ genannt),

im Folgenden gemeinsam auch „die Vertragsparteien“, haben unter dem Datum vom 8. September 2026 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii), Art. 10 der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 291 Abs. 1 AktG abgeschlossen.¹

Die WS, eine 100%ige indirekte Tochtergesellschaft der Worthington Steel Inc., Columbus, Ohio/USA, ist Mehrheitsgesellschafterin der KCO; neben der WS hat die KCO weitere Aktionäre (im Folgenden auch „außenstehende Aktionäre“ genannt).

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag soll der für den 23. Oktober 2026 vorgesehenen Hauptversammlung der KCO zur Beschlussfassung nach § 293 Abs. 1 AktG vorgelegt werden. Er soll im Anschluss der ebenfalls für den 23. Oktober 2026 vorgesehenen Gesellschafterversammlung der WS zur Beschlussfassung vorgelegt werden.

Die WS, Worthington Steel, Inc. und die KCO haben die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (im Folgenden auch „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“ genannt), gemeinsam beauftragt, ein Gutachten zum Unternehmenswert der KCO im Zusammenhang mit dem geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 23. Oktober 2026 (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“ genannt) zu erstellen.

¹ Im Folgenden wird auf einen gesonderten Hinweis auf die Verweisung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) im Regelfall verzichtet.

Die Geschäftsführung der WS und der Vorstand der KCO erstatten einen gemeinsamen schriftlichen Bericht, in dem der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere die Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden (im Folgenden auch „Gemeinsamer Bericht“ oder „Vertragsbericht“ genannt). Danach machen sich die Geschäftsführung der WS und der Vorstand der KCO die Ausführungen des dem Gemeinsamen Bericht als Anlage beigefügten Bewertungsgutachtens des Bewertungsgutachters inhaltlich in vollem Umfang zu eigen. Die im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der WS und der KCO vorgesehene vertragliche Festlegung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung für die außenstehenden Aktionäre der KCO beruhen danach auf der Bewertung von ValueTrust.

Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (bzw. sein Entwurf)² ist nach § 293b Abs. 1 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer (Vertragsprüfer) zu prüfen.

Auf gemeinsamen Antrag der Vertragsparteien hat die 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf mit Beschluss vom 12. Juni 2026 die Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf (im Folgenden auch „Baker Tilly“ genannt), zum gemeinsamen sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) gemäß § 293c Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Mit Schreiben vom 27./28./30. Juli 2026 haben uns daraufhin die WS und die KCO mit der Vertragsprüfung beauftragt.

Wir haben bei der Prüfung die nach § 293d Abs. 1 S. 1, 2 AktG i.V.m. §§ 319, 319b HGB anwendbaren Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet.

Bei der Durchführung der Prüfung haben uns insbesondere die folgenden wesentlichen Unterlagen vorgelegen:

- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Worthington Steel GmbH und der Klöckner & Co SE vom 8. September 2026 sowie die vorangehenden Entwürfe;
- Gemeinsamer Bericht vom 8. September 2026 sowie die vorangehenden Entwürfe;
- Bewertungsgutachten vom 7. September 2026 sowie die vorangehenden Entwürfe;

² Vgl. Altmeppen in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2023, § 293b AktG, Rn. 4.

- Handelsregisterauszüge und Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag der Worthington Steel GmbH und der Klöckner & Co SE;
- Berichte über die Prüfung des Konzernabschlusses bzw. des Jahresabschlusses der KCO für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025;
- Planung des Klöckner & Co-Konzerns für die Jahre 2026 bis 2029 vom 5. August 2026 sowie Unterlagen zu den Planungsprämissen;
- Von KCO bereitgestellte Überleitungsrechnungen sowie um Becker bereinigte historische Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
- Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der KCO;
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters;
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der KCO von diesen benannte Mitarbeiter der KCO und der Worthington Steel Inc. sowie von deren Tochtergesellschaften und deren Berater, insb. der ValueTrust, zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der KCO hat uns gegenüber unter dem Datum dieses Prüfungsberichts eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben. Die Geschäftsführung der WS hat uns gegenüber ebenfalls unter dem Datum dieses Prüfungsberichts unter Bezug auf die Vollständigkeitserklärung der KCO erklärt, dass keine abweichenden oder darüberhinausgehenden Informationen vorliegen, die für die Vertragsprüfung und insbesondere die Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung relevant wären.

Bei unserer Prüfung haben wir die Neufassung des Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026)“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) in der Fassung vom 11. Februar 2026 (im Folgenden auch „IDW S 1 i.d.F. 2026“) berücksichtigt. Dieser Standard legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Er gilt analog für Gutachten, in denen der Wirtschaftsprüfer eine Würdigung von durchgeführten Unternehmensbewertungen Dritter durchführt. Jeder Bewertungsfall verlangt seine eigene fachgerechte Vorgehensweise. Insoweit können die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Vorgehensweise im Einzelfall liegen muss.³ Wir führen die Prüfung in der Funktion des sog. „neutralen Gutachters“ im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2026 durch.

³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 1, 3, 4.

Bei unserer Prüfung haben wir ebenfalls die höchstrichterliche und obergerichtliche Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses im Rahmen von aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen sowie den zu dieser Thematik veröffentlichten Standard „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17)“ des IDW mit Stand vom 18. November 2025 (im Folgenden auch „IDW S 17“) beachtet.

Wir haben unsere Prüfung vom 25. Juni 2026 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts in unseren Büros in Düsseldorf und Hamburg durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.⁴

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der KCO am 23. Oktober 2026 über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der KCO ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse oder des Vorstands der KCO einschließlich ihrer direkten und indirekten Tochterunternehmen sowie Beteiligungen vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Vertragsprüfung. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse sowie der Konzernjahresabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der KCO zu den Stichtagen 31. Dezember 2023, 2024 und 2025 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften wurden von den Abschlussprüfern der KCO uneingeschränkt bestätigt. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Dieser Bericht über die Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beschlussfassenden Hauptversammlung der KCO (einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft) bzw. der Gesellschafterversammlung der WS sowie die Vorlage in etwaigen Rechtsstreitigkeiten im

⁴ Vgl. BGH v. 18. September 2006, II ZR 225/04, Rn. 14.

Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Juli 2026 maßgebend.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand der Prüfung ist gemäß § 293b Abs. 1 AktG der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder sein Entwurf. Die Prüfung erstreckt sich insbesondere auf die Angemessenheit der vorgesehenen vertraglich vereinbarten Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der vorgesehenen vertraglich vereinbarten Abfindung nach § 305 AktG.

Der gemäß § 293c Abs. 1 AktG bestellte Vertragsprüfer hat gemäß § 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgesehene vertraglich vereinbarte Ausgleich und die vorgesehene vertraglich vereinbarte Abfindung angemessen sind. Dabei sind im Prüfungsbericht anzugeben,

- 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 zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

Sofern für die beherrschte Gesellschaft Aktienkurse feststellbar sind, ist die methodische **Relevanz des Börsenkurses** zur Bemessung von Ausgleichszahlung und Abfindung und die konkrete Ableitung des Börsenkurses der Aktien zu beurteilen. Wir haben Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur möglichen Relevanz des Börsenkurses der KCO und dessen Höhe erhalten und ergänzend zum Nachvollzug dieser, eigene Analysen auf Grundlage von Kapitalmarktdatenbanken und öffentlich zugänglicher Kursinformationen vorgenommen.

Sofern eine **Unternehmensbewertung** als Grundlage für die vertragliche Vereinbarung der Ausgleichszahlung und der Abfindung durchgeführt wurde, lässt sich die Angemessenheit der Ausgleichszahlung und der Abfindung auf Basis einer Überprüfung dieser Unternehmensbewertung beurteilen. Eine eigenständige Unternehmensbewertung der beherrschten Gesellschaft durch den Vertragsprüfer ist dazu grundsätzlich nicht durchzuführen.

Der Vertragsprüfer hat die der vorgesehenen vertraglichen Vereinbarung zur Ausgleichszahlung und Abfindung zugrunde liegende Unternehmensbewertung hinsichtlich ihrer methodischen Angemessenheit und Konsistenz sowie der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen.

Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen.

Der Bewertungsgutachter hat eine zukunftsbezogene analytische Unternehmensbewertung der KCO durchgeführt. Grundlage hierzu ist die von der KCO erstellte integrierte Planung (sog. Managementplanung), die – soweit erforderlich – vom Bewertungsgutachter im Hinblick auf plausibilitätsbedingte oder bewertungstechnische Erfordernisse anzupassen und zu ergänzen ist (im Ergebnis dann sog. Zukunftserfolgsplanung).⁵ Die der Unternehmensbewertung als Basis dienende Zukunftserfolgsplanung und die dieser wiederum zugrunde liegende Managementplanung der beherrschten Gesellschaft einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsunternehmen haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Vertragsparteien und des Bewertungsgutachters erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft. Ausgangspunkt hierzu war eine Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse insb. auf Grundlage der geprüften Jahres- und Konzernabschlüsse der beherrschten Gesellschaft und ergänzender Informationen zu wesentlichen nicht wiederkehrenden Sachverhalten sowie eine Würdigung der Planungstreue in der Vergangenheit.

In unserer Funktion als neutraler Gutachter i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2026 führen wir eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2026 durch, um daraus unser Prüfungsurteil zu einem in seiner Gesamtbeurteilung plausiblen Unternehmenswert als Grundlage der vorgesehenen vertraglich vereinbarten Ausgleichszahlung und Abfindung treffen zu können.

Hierbei haben wir auf folgende Plausibilitätsmaßstäbe und wesentliche Analysehandlungen entsprechend dem IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmens-

⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 54f.

planung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ mit Stand vom 2. Januar 2017 abgestellt:

- Rechnerische und formelle Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der rechnerischen Richtigkeit des Planungsmodells sowie der Konsistenz der Annahmen innerhalb der Zukunftserfolgsplanung,
- materielle interne Plausibilität, bestehend aus der Gewinnung eines Verständnisses des Planungserstellungsprozesses sowie der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung mit den Erläuterungen des Managements sowie mit der Ist-Entwicklung in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag und
- materielle externe Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung auf Basis von Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen.

Zur Beurteilung einer konsistenten und methodisch sachgerechten Ableitung der einzelnen Parameter der Kapitalkosten und des Unternehmenswerts insgesamt haben wir Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Ermittlung der Kapitalkosten und zur Bewertung erhalten. Ergänzend zum Nachvollzug der diesbezüglichen Analysen und Berechnungen des Bewertungsgutachters haben wir eigenständige Untersuchungen auf der Grundlage von Kapitalmarktdatenbanken und Berechnungen mit Hilfe eines eigenen Bewertungsmodells vorgenommen. Ebenfalls haben wir den vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert einer Plausibilitätsbeurteilung unter Anwendung von sog. Multiplikatoren unterzogen.

Wir haben unsere Prüfung unabhängig und eigenverantwortlich durchgeführt.

Die Geschäftsführung der WS erstellt gemeinsam mit dem Vorstand der KCO einen Bericht über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der WS und der KCO. Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Gemeinsamen Berichts vom 8. September 2026 waren ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem Gemeinsamen Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der KCO und die darauf aufbauende Ableitung von Ausgleich und Abfindung enthält. Zudem hat der Gemeinsame Bericht im Rahmen der Vertragsprüfung insoweit Bedeutung, als sich durch ihn gegebenenfalls bestehende Widersprüche zwischen den Erklärungen der Geschäftsführung bzw. des Vorstands der Vertragsparteien im Gemeinsamen Bericht und dem Regelungsinhalt des

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags feststellen lassen und gegebenenfalls auf sich hieraus ergebende Zweifel an der Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags hinzuweisen wäre.

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

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit des vorgesehenen vertraglich vereinbarten Ausgleichs und der vorgesehenen vertraglich vereinbarten Abfindung wieder.

3. Prüfung des Vertragsinhalts

3.1. Vorbemerkungen

Da §§ 291 ff. AktG keinen geschlossenen Katalog von Mindestangaben für Unternehmensverträge vorgeben, beschränkt sich die Prüfung in diesem Abschnitt auf die Einordnung als Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sowie auf die im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag angelegten Regelungen zu Vertragsparteien, Leitung und Weisungen, Gewinnabführung, Verlustübernahme, Ausgleich, Abfindung, Wirksamwerden, Laufzeit, Kündigung und Beendigung. Die Prüfung erstreckt sich nicht auf die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit des Vertragsabschlusses. Steuerliche Hinweise werden nur insoweit aufgenommen, wie sie für die Einordnung einzelner Vertragsklauseln relevant sind; eine steuerliche Anerkennungsprüfung ist nicht Gegenstand der Vertragsprüfung.⁶

3.2. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag genannt und entsprechen den Eintragungen in den jeweiligen Handelsregistern.

3.3. Leitung und Weisungen

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag regelt unter Ziffer 1.1 die Unterstellung der Leitung der KCO unter die WS ab Wirksamwerden des Vertrags sowie das Recht der WS, dem Vorstand der KCO allgemeine und einzelfallbezogene Weisungen zu erteilen. In Ziffer 1.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird die Befolgungspflicht des Vorstands nach § 308 AktG festgehalten.

Ziffer 1.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags schließt – in Übereinstimmung mit § 299 AktG – Weisungen zur Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags aus. Ziffer 1.4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sieht die Textform (§ 126b BGB) für Weisungen vor; mündliche Weisungen sind unverzüglich in Textform zu bestätigen. Wenngleich gesetzlich keine Formvorschriften für Weisungen bestehen, ist diese Regelung aus Gründen der Rechtssicherheit nicht zu beanstanden.

Die Regelungen entsprechen den gesetzlichen Anforderungen (§§ 291 Abs. 1, 308, 299 AktG) und sind sachgerecht ausgestaltet.

⁶ Zum Prüfungsumfang vgl. etwa: Koch, in: Koch, Aktiengesetz, 20. Aufl. 2026, § 293b, Rn. 4ff.; Altmeppen, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2023, § 293b, Rn. 3ff.

3.4. Gewinnabführung

Ziffer 2.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verpflichtet die KCO zur Abführung ihres ganzen Gewinns an die WS. Vorbehaltlich der Bildung oder Auflösung von Rücklagen gem. Ziffer 2.2 und Ziffer 2.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmt sich der abzuführende Höchstbetrag nach „§ 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung“ (sog. dynamische Verweisung). Die Verpflichtung greift frühestens ab dem Geschäftsjahr 2027 (Ziffer 6.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags).

Die Gewinnabführungsklauseln stehen im Einklang mit §§ 291 Abs. 1, 301 AktG. Die dynamische Verweisung auf § 301 AktG bildet die aktienrechtliche Höchstbetragsgrenze der Gewinnabführung ab. Beanstandungen dem Grunde nach bestehen nicht.

Ziffern 2.2 und 2.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags regeln die Bildung und Auflösung anderer Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) mit Zustimmung bzw. auf Anforderung der WS in Textform. Die Bildung solcher Rücklagen ist zudem auf handelsrechtlich zulässige sowie bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich gerechtfertigte Fälle beschränkt. Die Auflösung ist auf während der Vertragslaufzeit gebildete andere Gewinnrücklagen beschränkt und entspricht damit der Systematik der §§ 301, 302 AktG. Die ausdrückliche Herausnahme von Kapitalrücklagen, vorvertraglichen Gewinnrücklagen und vorvertraglichem Gewinnvortrag ist zutreffend. Die Regelungen konkretisieren die gesetzlichen Grenzen der Gewinnabführung und Verlustübernahme sachgerecht.

Ziffer 2.4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmt die Fälligkeit der Gewinnabführungsverpflichtung mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres der KCO. Die Regelung zur Fälligkeit der Gewinnabführungsverpflichtung stellt keine gesetzlich zwingende Angabe eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dar. Sie ist jedoch als ergänzende vertragliche Fälligkeitsbestimmung zulässig. Sie steht insbesondere nicht im Widerspruch zu § 301 AktG, da Ziffer 2.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags die Gewinnabführung auf den nach § 301 AktG zulässigen Höchstbetrag beschränkt.

3.5. Verlustübernahme

Ziffer 3.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verweist für die Verlustübernahme auf „§ 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung“ (dynamischer Verweis). Ziffer 3.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmt die Fälligkeit der Verpflichtung zur Verlustübernahme am Ende des jeweiligen Geschäftsjahres der KCO. Für die ausdrücklich genannten Fälle der Zahlungsunfähigkeit, drohenden

Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung sieht die Regelung unter Ziffer 3.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zudem eine Vorabübernahme von Verlusten vor, die auf den später festgestellten Betrag des Verlusts anzurechnen ist. Ein den festgestellten Verlust übersteigender Betrag ist auszugleichen; alternativ können die Parteien vereinbaren, dass der auszugleichende Betrag von WS an KCO als verzinsliches Darlehen gewährt wird. Diese Regelung stellt damit einen ergänzenden Mechanismus zur zeitlichen Abwicklung der Verlustübernahme dar. Eine Einschränkung der Verlustübernahmepflicht nach § 302 AktG ist damit nicht verbunden. Ansprüche auf Verlustübernahme aus anderen Rechtsgründen bleiben ausweislich der Regelung unberührt.

Die dynamische Verweisung auf § 302 AktG nimmt die aktienrechtliche Verlustübernahmeregelung auf und korrespondiert mit der dynamischen Verweisung der Gewinnabführungsklauseln, vgl. Abschnitt 3.4. dieses Berichts. Beanstandungen dem Grunde nach bestehen nicht.

3.6. Ausgleich

Unter Ziffer 4.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird ein angemessener Ausgleich gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG als wiederkehrende Geldleistung zugunsten der außenstehenden Aktionäre der KCO vorgesehen. Der Ausgleich ist ab dem Geschäftsjahr, für das erstmals ein Anspruch auf Gewinnabführung besteht, für die Dauer des Vertrags zu zahlen.

Nach Ziffer 4.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags beträgt die Ausgleichszahlung für jedes volle Geschäftsjahr der KCO für jede Aktie der KCO einen Bruttobetrag von € 0,67 abzüglich des Betrags etwaiger Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf der Grundlage des anteiligen Bruttobetrags von € 0,04 je Aktie der KCO zu berechnen ist, der aus Gewinnen resultiert, die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags unterliegt der anteilige Bruttobetrag von € 0,04 je Aktie der KCO, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne der KCO bezieht, einem Abzug von 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. € 0,01. Zusammen mit dem verbleibenden anteiligen Bruttobetrag von € 0,62 je Aktie der KCO, der sich auf nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegende Gewinne bezieht, beträgt die Ausgleichszahlung nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags € 0,66 je Aktie der KCO für jedes volle Geschäftsjahr. Klarstellend wird vereinbart, dass etwaige Quellensteuern (wie z.B. Kapitalertragsteuer zzgl.

Solidaritätszuschlag) von der Ausgleichszahlung einbehalten werden, soweit dies gesetzlich vorgeschrieben ist. Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung KCO für das jeweils vorangegangene Geschäftsjahr fällig, in jedem Fall jedoch innerhalb von acht Monaten nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres.

Die Struktur der Ausgleichsregelung genügt dem Grunde nach § 304 AktG. Die Vereinbarung eines festen Bruttobetrags der jährlichen Ausgleichszahlung und ihrer Anpassung an den in dem betreffenden Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatz berücksichtigt die Grundsätze einer Entscheidung des BGH („Ytong-Urteil“ vom 21. Juli 2003, II ZB-17/01, juris).

Zur Angemessenheit der Höhe des Ausgleichs verweisen wir auf Abschnitt 11.1. dieses Berichts.

Nach Ziffer 4.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird die Ausgleichszahlung erstmals für das volle Geschäftsjahr der KCO gewährt, für das der Anspruch von WS auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 i.V.m. Ziffer 6.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wirksam wird.

Ziffern 4.3 bis 4.5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthalten sachgerechte Regelungen zu zeitanteiliger Kürzung bei Rumpfgeschäftsjahren, zur Anpassung bei Kapitalmaßnahmen und zur Nachbesserung bei gerichtlicher Erhöhung im Rahmen eines Spruchverfahrens (§ 304 Abs. 4 AktG analog).

3.7. Abfindung

Nach Ziffer 5.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verpflichtet sich die WS auf Verlangen jedes außenstehenden Aktionärs der KCO dessen Aktien der KCO gegen eine Barabfindung ("Abfindung") in Höhe von € 11,00 je Aktie zu erwerben.

Zur Angemessenheit der Höhe der Abfindung verweisen wir auf Abschnitt 11.2. dieses Berichts.

Ziffer 5.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags stellt klar, dass die Verpflichtung der WS zum Erwerb der Aktien der KCO befristet ist. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der KCO 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 Spruchverfahrensgesetz („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 bekanntgemacht worden ist. Die geregelte Fristenmechanik zur Annahme des Abfindungsangebots entspricht § 305 Abs. 4 AktG. Die Frist endet frühestens zwei Monate nach Bekanntmachung der Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Handelsregister am Sitz der KCO; die gesetzliche Verlängerung im Fall eines Spruchverfahrens ist zutreffend berücksichtigt.

Ziffer 5.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthält Anpassungsregelungen für Kapitalmaßnahmen bei der KCO. Bei Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln wird die Abfindung je Aktie proportional angepasst, sodass der wirtschaftliche Gesamtanspruch unverändert bleibt; bei Kapitalerhöhungen gegen Bar- oder Sacheinlagen werden die Abfindungsrechte auf von außenstehenden Aktionären gezeichnete neue Aktien erstreckt. Die Regelung ist nicht ausdrücklich gesetzlich vorgeschrieben, aber als ergänzende Klarstellung nicht zu beanstanden.

Nach Ziffer 5.4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erfolgt die Übertragung der Aktien der KCO gegen Abfindung für die außenstehenden Aktionäre kostenfrei, soweit sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen. Diese Regelung ist nicht gesetzlicher Mindestinhalt des § 305 AktG, aber als Klarstellung nicht zu beanstanden.

Ziffer 5.5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags regelt die Nachbesserung der Abfindung für den Fall, dass im Spruchverfahren rechtskräftig eine höhere Abfindung festgesetzt wird, und erstreckt eine vergleichsweise höhere Abfindung auf alle außenstehenden Aktionäre. Die gerichtliche Nachbesserung entspricht der Systematik des § 305 Abs. 5 AktG und des Spruchverfahrensgesetzes; die Gleichstellung bei gerichtlichem Vergleich ist eine sachgerechte vertragliche Ergänzung.

Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags regelt ein zusätzliches Andienungsrecht der außenstehenden Aktionäre für den Fall einer späteren Beendigung des Vertrags. Endet der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aufgrund einer Kündigung einer Partei zu einem Zeitpunkt, zu dem die Annahmefrist für die Abfindung nach Ziffer 5.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär der KCO berechtigt, die von ihm im Zeitpunkt der Vertragsbeendigung gehaltenen Aktien der KCO gegen Zahlung der in Ziffer 5.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmten Abfindung je Aktie an WS zu veräußern. WS ist insoweit verpflichtet, die Aktien der betreffenden außenstehenden Aktionäre auf deren Verlangen zu erwerben.

Die Regelung trägt dem Schutz derjenigen außenstehenden Aktionäre Rechnung, die nach Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist Aktionäre der KCO geblieben sind und bei einer späteren Vertragsbeendigung erneut die Möglichkeit erhalten sollen, ihre Beteiligung gegen Abfindung zu veräußern. Sie ergänzt damit die in Ziffer 5.1 und Ziffer 5.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthaltene Abfindungsregelung um ein auf den Fall der späteren Kündigung bezogenes nachlaufendes Andienungsrecht.

Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmt ferner, dass eine durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöhte Abfindung auch für dieses Andienungsrecht maßgeblich ist. Das Andienungsrecht ist befristet und endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Handelsregister der KCO nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Die Regelungen zur Anpassung der Abfindung bei Kapitalmaßnahmen und zur Kostenfreiheit der Übertragung gelten entsprechend.

Im Rahmen unserer Vertragsprüfung haben sich aus der Regelung in Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags keine Einwendungen gegen die Ordnungsmäßigkeit der Abfindungssystematik ergeben.

3.8. Wirksamkeit und Dauer

Nach Ziffer 6.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der KCO sowie der Gesellschafterversammlung der WS mit jeweils drei Vierteln des bei Beschlussfassung vertretenen Grund- bzw. Stammkapitals. Dies entspricht § 293 Abs. 1 Satz 2 AktG; für die WS als GmbH ergibt sich das Erfordernis aus § 293 Abs. 2 AktG analog.

Ziffer 6.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags stellt klar, dass dessen Wirksamkeit seine Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der KCO erfordert und entspricht der gesetzlichen Vorgabe des § 294 Abs. 2 AktG. Die zusätzliche zeitliche Anlaufbestimmung, wonach der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag frühestens zu Beginn des am 1. Januar 2027 beginnenden Geschäftsjahres der KCO wirksam wird, lässt die konstitutive Bedeutung der Handelsregistereintragung nach § 294 Abs. 2 AktG unberührt. Ein Anspruch auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder auf Verlustübernahme nach Ziffer 3.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags besteht rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahres der KCO, in dem der Vertrag wirksam wird.

Ziffer 7.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sieht eine Laufzeit auf unbestimmte Zeit vor.

Die ordentliche Kündigung (Ziffer 7.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags) ist mit einer Frist von drei Monaten zum Ende des Geschäftsjahres der KCO zulässig, erstmals zum Ende des Geschäftsjahres, das mindestens 5 Zeitjahre nach dem Beginn des Geschäftsjahrs der KCO endet, (i) von dessen Beginn an die finanzielle Eingliederung im Sinne des § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Körperschaftsteuergesetz („KStG“) erstmals vorliegt, und (ii) in dem der Anspruch auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder Verlustübernahme nach Ziffer 3.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags i.V.m. Ziffer 6.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erstmals besteht. Die Regelung knüpft damit an steuerliche Voraussetzungen der Organschaft an.

Die unter Ziffer 7.3 und Ziffer 7.4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vereinbarten Regelungen zur Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist beruhen auf § 297 Abs. 1 S. 1 AktG. Diese Vorschrift erlaubt die Kündigung eines Unternehmensvertrags aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist und nennt als gesetzliches Beispiel den Fall, dass der andere Vertragsteil voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, seine vertraglichen Verpflichtungen zu erfüllen. Die gesetzliche Formulierung ist nicht abschließend, sodass die Parteien weitere typische wichtige Gründe vertraglich beispielhaft konkretisieren können. Die Verwendung des Wortes „insbesondere“ in Ziffer 7.3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags stellt klar, dass die aufgezählten Fälle keine abschließende Liste bilden.⁷

Nach Ziffer 7.5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bedarf die Kündigung der Schriftform (§ 126 BGB); dies entspricht der gesetzlichen Anforderung des § 297 Abs. 3 AktG.

Ziffer 7.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthält eine sachgerechte Abrechnungsregel für den Fall einer unterjährigen Vertragsbeendigung. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach Ziffer 7.3 aus wichtigem Grund fristlos gekündigt werden kann und nach Ziffer 7.4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu einem unterjährigen Zeitpunkt enden kann, ist eine Bestimmung des bis zum Beendigungszeitpunkt abzuführenden Gewinns oder auszugleichenden Verlusts erforderlich. Die in Ziffer 7.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vorgesehene unverzügliche Stichtagsbilanz ist keine ausdrücklich gesetzlich vorgeschriebene Mindestangabe, aber ein zweckmäßiger und erforderlicher vertraglicher Mechanismus zur Ermittlung des Abrechnungsbetrags.

⁷ Vgl. etwa: Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 10. Aufl. 2022, zu § 297 AktG.

Ziffer 7.7 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verweist zutreffend auf die Gläubigerschutzvorschrift des § 303 AktG bei Vertragsende.

3.9. Schlussbestimmungen

Ziffer 8 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthält praxisübliche Schlussbestimmungen, die dem Grunde nach nicht zu beanstanden sind.

3.10. Ergebnis

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

4. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

4.1. Bewertungsgrundsätze

Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag muss nach § 304 AktG einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der beherrschten Gesellschaft und nach § 305 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben.

Der Ausgleich muss so bemessen sein, dass die außenstehenden Aktionäre auch künftig solche Renditen erhalten, die sie erhalten hätten, wenn der Unternehmensvertrag nicht geschlossen worden wäre. Die Höhe der Abfindung muss gewährleisten, dass die außenstehenden Aktionäre den Gegenwert ihrer Gesellschaftsbeteiligung erhalten. Die Entschädigung hat dabei den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln.⁸

Weder Art. 14 Abs. 1 GG noch das einfache Gesetz schreiben vor, nach welcher Methode der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert zu ermitteln ist. Die jeweilige Methode, nach der die Wertermittlung erfolgt, muss jedenfalls in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.⁹

Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens (vgl. Abschnitt 4.2. und Abschnitt 7. dieses Berichts) steht, genauso wie die Schätzung auf Grundlage eines Zukunftserfolgswertverfahrens, also etwa des Ertragswertverfahrens (vgl. Abschnitt 4.3., Abschnitt 4.4. und Abschnitt 8. dieses Berichts), als Methode mit Art. 14 GG in Einklang.¹⁰

4.2. Berücksichtigung des Börsenkurses

Die Aktien der KCO wurden seit dem Börsengang der Gesellschaft Ende Juni 2006 im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Die International Securities Identification Number („ISIN“) lautet DE000KC01000. Ferner wurden die Aktien der KCO an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg,

⁸ Vgl. BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, Rn. 57.

⁹ Vgl. BGH v. 29. September 2015 – II ZB 23/14, Tz. 33.

¹⁰ Vgl. BGH v. 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 17, 19, 46; BGH v. 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 54.

Hannover, München, Stuttgart und Tradegate im Freiverkehr gehandelt. Seit dem 21. März 2016 notierte die Aktie im SDAX®-Index.¹¹

Wie unter Abschnitt 4.8. dieses Berichts dargestellt, wurde am 15. Juli 2026 ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot (Barangebot) der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE veröffentlicht. Ausweislich der Angebotsunterlage war eine Delisting-Vereinbarung geschlossen, wonach der Vorstand der KCO den Delisting-Antrag bei der Frankfurter Wertpapierbörse spätestens sieben Geschäftstage vor Ablauf der Annahmefrist, die bis zum 12. August 2026 lief, einzureichen hatte. Mit Ad-Hoc-Mitteilung vom 12. August 2026 informierte die KCO, dass die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse am 12. August 2026 entschieden habe, dass der beantragte Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse am 12. August 2026 wirksam wird und die Gesellschaft zudem bei den Börsen Berlin (Tradegate BSX), Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart darauf hinwirken wird, dass die Aktien der Gesellschaft künftig nicht mehr im Freiverkehr an diesen Börsen gehandelt werden und bestehende Notierungen kurzfristig eingestellt werden. Der Handel mit Aktien der KCO wurde mit Ablauf des 12. August 2026 an sämtlichen Regionalbörsen mit Ausnahme der Börse Hamburg – wo der Handel im Freiverkehr ohne Veranlassung durch die KCO stattfindet – eingestellt. Mit Wirkung zum 13. August 2026 schied die Gesellschaft aus dem SDAX®-Index aus.

Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung grundsätzlich sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falles nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.¹² Hierbei ist zu berücksichtigen, dass nach der Entscheidung des BVerfG der abzufindende Minderheitsaktionär Anspruch auf eine „volle“ Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft hat; die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung darf jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.¹³

¹¹ Der SDAX®-Index umfasst die 70 nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz größten Unternehmen im Prime Standard der klassischen Branchen unterhalb der MDAX-Werte, siehe: Deutsche Börse Group, <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/kontakt/boersenlexikon/boersenlexikon-article/SDAX-248298>, Abruf vom 17. August 2026.

¹² Vgl. BGH v. 15. September 2020, II ZB 6/20; BGH v. 12. Januar 2016, II ZB 25/14.

¹³ Vgl. BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

Der Börsenkurs eines Unternehmens kann, wie der BGH in der jüngeren Rechtsprechung ausdrücklich bestätigte, unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs im Rahmen der Ermittlung eines angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG und einer angemessenen Abfindung nach § 305 AktG darstellen.¹⁴

Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätten. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet hingegen nicht, dass der Börsenkurs allein maßgeblich sein muss. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.¹⁵

Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund zutreffend die methodische Relevanz und die konkrete Höhe des Börsenkurses als Grundlage eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung analysiert und ermittelt.

Der IDW S 17 legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen – auch sog. „wahren“ – Werts der Aktie beurteilen. Die Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung im Rahmen einer Vertragsprüfung ist eine Angemessenheitsprüfung i.S. des IDW S 17.¹⁶

Wir haben vor dem Hintergrund der Rechtsprechung und des IDW S 17 die Analysen des Bewertungsgutachters zur methodischen Relevanz und der konkreten Höhe des Börsenkurses als Grundlage eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung nachvollzogen und ergänzend eigenständige Analysen zum Börsenkurs durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 7. dieses Berichts.

¹⁴ Vgl. BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

¹⁵ Vgl. BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

¹⁶ IDW S 17, Tz. 11.

4.3. Zukunftserfolgswert

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind aktuell im **IDW S 1 i.d.F. 2026** festgelegt. Dieser ersetzt mit seiner Veröffentlichung am 8. April 2026 den bisherigen Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, (im Folgenden auch „IDW S 1 a.F.“, zusammen mit dem IDW S 1 i.d.F. 2026 auch „IDW S 1“ genannt).

Die im IDW S 1 verankerten Grundsätze zur Unternehmensbewertung beruhen auf der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Bewertungspraxis. Die in den Verlautbarungen des IDW niedergelegten Methoden und Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung grundsätzlich anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar. Sie werden trotz aller im Allgemeinen oder in Einzelfragen dagegen vorgebrachten Kritik bei Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen in der Praxis ganz überwiegend beachtet.¹⁷

Der Unternehmenswert bestimmt sich nach IDW S 1 i.d.F. 2026 unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele grundsätzlich durch die Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse (Zukunftserfolge) aus der Sicht von aktuellen oder potenziellen Kapitalgebern als Bewertungssubjekte auf den Bewertungsstichtag. Dabei wird zur Diskontierung ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen äquivalenten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, Zukunftserfolge für die Kapitalgeber zu erwirtschaften (**Zukunftserfolgswert**).¹⁸ Hierbei wird im Regelfall von einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens ausgegangen. Der Unternehmenswert entspricht dann dem Barwert der erwarteten Zukunftserfolge einschließlich eines nachhaltigen Ergebnisses zzgl. – sofern einschlägig – gesondert bewertetem Vermögen.¹⁹

¹⁷ Vgl. hierzu grundlegend bereits u.a. OLG Stuttgart v. 15. Oktober 2013, 20 W 3/13 m.w.N.

¹⁸ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 8.

¹⁹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 10f.

Hierbei ist es herrschende Auffassung, die Abfindung anlässlich aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen aus einem sog. „objektivierten Unternehmenswert“ abzuleiten.²⁰

Der **objektivierte Unternehmenswert** i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2026 stellt einen intersubjektiv nachvollziehbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive von typisierten Eigenkapitalgebern dar, die über die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts umfassend informiert sind, rein finanzielle Interessen verfolgen und im Ergebnis keinen einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert haben. Dies bedeutet, dass sie allein auf die erwartete Ertragskraft des von einem im Unternehmensinteresse handelnden Management geführten Unternehmens abstellen und nicht weitere, in ihrer Person begründete Interessen einbringen (insoweit wird von der sog. „Perspektive atomistischer Anteilseigner“ im IDW S 1 i.d.F. 2026 gesprochen). Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts werden die individuellen Bewertungsgrundlagen (wie eingeschränkte subjektive Informationen über das Unternehmen, das Markt- und das Wettbewerbsumfeld sowie individuelle Möglichkeiten und Erwartungen) durch objektivierte und auf Plausibilität beurteilte Bewertungsannahmen ersetzt. Dabei wird insb. typisierend die Perspektive der zuvor beschriebenen Eigenkapitalgeber angenommen. Ferner werden individuelle Verhältnisse der Eigenkapitalgeber nicht berücksichtigt.²¹

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts zum Bewertungsstichtag sowie die hierauf aufbauenden Erwartungen heranzuziehen. Die Prognose der Zukunftserfolge hat ausgehend von dem vom Management des zu bewertenden Unternehmens verfolgten Geschäftsmodell mit realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren zu erfolgen. Der Prognose der Zukunftserfolge ist dementsprechend ebenfalls die Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert zugrunde zu legen.²²

Das wirtschaftliche Zusammenwirken zweier oder mehrerer Unternehmen (wirtschaftlicher Verbund) kann zu positiven oder negativen Veränderungen der Zukunftserfolge führen, sodass die im Verbund erwarteten Zukunftserfolge von der Summe der jeweiligen isolierten („stand alone“) Zukunftserfolge abweichen.

²⁰ Vgl. van Rossum in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2023, § 305, Rn. 87; OLG Düsseldorf, Hinweisbeschluss v. 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21.

²¹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 19.

²² IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 77f.

Soweit zum Bewertungsstichtag ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht ist, sind nach IDW S 1 i.d.F. 2026 die zu erwartenden Zukunftserfolge aus diesem Verbund grundsätzlich im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung und ihrer Plausibilitätsbeurteilung zu berücksichtigen. Soweit zum Bewertungsstichtag die konkrete Möglichkeit und Erwartung besteht, einen solchen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu intensivieren oder zu erweitern, ist unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu entscheiden, ob und in welcher Höhe zusätzliche positive oder negative Auswirkungen auf die Zukunftserfolge (Synergien aus einer Verbundgründung, -intensivierung oder -erweiterung, im Folgenden vereinfachend „**Synergien**“) zu berücksichtigen sind. Dabei ist darauf abzustellen, ob eine solche Maßnahme aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert zu erwarten wäre. Die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge müssen ferner plausibel sein.²³

Im Rahmen des IDW S 1 a.F. wurde hingegen zwischen sog. echten und unechten Verbundeffekten unterschieden. Unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen. Im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts waren nach IDW S 1 a.F. die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen, jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert war.²⁴ In den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 a.F. gingen hingegen keine echten Synergieeffekte ein. Demnach waren alle Verbundeffekte, die erst durch das Wirksamwerden der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme erzielt werden können, bei der Bewertung außer Betracht zu lassen.²⁵

Diese Vorgehensweise in Bezug auf die Berücksichtigung von Synergieeffekten im Rahmen der Unternehmensbewertung ist in der überwiegenden Kommentierung und Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen anerkannt und herrschende Meinung.²⁶ Dies wird regelmäßig damit begründet, dass es dem Kompensationsgedanken widerspräche, die außenstehenden Aktionäre nicht nur so zu stellen, wie sie ohne die Durchführung der Strukturmaßnahme stünden, mithin aus dem

²³ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 81f.

²⁴ IDW S 1 a.F., Tz. 34.

²⁵ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt C, Rn. 120.

²⁶ Vgl. Koch, in: Koch, Aktiengesetz, 20. Aufl. 2026, § 305, Rn. 31; van Rossum, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2023, zu § 305, Rn. 180; OLG Düsseldorf v. 5. Juni 2025, 26 W 7/22, Rn. 51ff.; OLG Düsseldorf, Hinweisbeschluss v. 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21.

unveränderten Unternehmenskonzept, sondern sie darüber hinaus an den Vorteilen der Strukturmaßnahme selbst, mithin dem Bewertungsanlass, teilhaben zu lassen.

Nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ist ein konzeptionelles Abweichen von den oben aufgeführten allgemeinen Grundsätzen zur Berücksichtigung von Synergien im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte zulässig, wenn dies aufgrund des konkreten Bewertungsanlasses vor dem Hintergrund der rechtlichen Rahmenbedingungen begründet ist. Dies ist bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wegen des allgemein anerkannten Kompensationsgedankens der Fall.²⁷

Daher ist der objektivierte Unternehmenswert ohne Berücksichtigung von solchen Synergieeffekten zu ermitteln, deren Realisierung die anstehende Strukturmaßnahme, hier das Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, voraussetzt.

4.4. Ertragswertverfahren

Der Unternehmenswert i.S.d. Zukunftserfolgswerts lässt sich direkt (einstufig) durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens (Nettoverfahren) oder indirekt (mehrstufig) ermitteln (Bruttoverfahren). Dabei wird in einem ersten Schritt der Unternehmensgesamtwert durch Diskontierung der den Eigen- und Fremdkapitalgebern gemeinsam zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens bestimmt, von dem in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird.²⁸

Alle Zukunftserfolgswertverfahren beruhen mit dem Kapitalwertkalkül auf der gleichen konzeptionellen Grundlage, wonach ein Barwert von Zukunftserfolgen ermittelt wird. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insb. hinsichtlich der Finanzierungs-, Ausschüttungs- und Wachstumsannahmen, müssen sämtliche Kapitalwertverfahren zu identischen Unternehmenswerten führen.²⁹

Das sog. Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten.

²⁷ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 4 und Tz. 84.

²⁸ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 13.

²⁹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 128.

Bei den alternativ im IDW S 1 i.d.F. 2026 dargestellten Discounted-Cashflow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren grundsätzlich zu gleichen Unternehmenswerten.

Unabhängig vom Bewertungsverfahren ist das zentrale Element einer jeden Unternehmensbewertung die Prognose der Erwartungswerte der Zukunftserfolge des Unternehmens. Als Ergebnis der Prognose ist eine integrierte Zukunftserfolgsplanung für das Bewertungsobjekt zu erstellen.³⁰ Diese umfasst eine Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnung- und Cashflow-Planung.³¹

Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanz- und Cashflow-Planung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

Wenngleich der Bewertungsgutachter den Börsenkurs als geeignete methodische Grundlage zur Ermittlung von Ausgleich und Abfindung feststellt, ermittelt er auftragsgemäß zur Plausibilisierung des Börsenkurses einen Zukunftserfolgswert nach verschiedenen Bewertungsmethoden:

- Entsprechend den methodischen Vorgaben des IDW S 1 i.d.F. 2026 für objektivierte Unternehmenswerte ermittelt der Bewertungsgutachter in der Funktion eines neutralen Gutachters einen Ertragswert nach persönlichen Steuern.
- Entsprechend den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Arbeitsgruppe „Corporate Transactions und Valuation“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V., Frankfurt (sog. „DVFA-Empfehlung“), ermittelt der Bewertungsgutachter als zusätzlichen Plausibilisierungsmaßstab einen Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung eines Discounted-Cashflow-Verfahrens.

Vor dem Hintergrund der ablehnenden Haltung der Rechtsprechung in Bezug auf die DVFA-Empfehlung zur Ermittlung von Unternehmenswerten im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen als Grundlage eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung haben wir unserer Prüfung die

³⁰ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 54.

³¹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 66.

Unternehmensbewertung des Bewertungsgutachters nach den methodischen Empfehlungen des IDW S 1 i.d.F. 2026 zugrunde gelegt.³²

Das Ertragswertverfahren ist ein in der Bewertungstheorie und -praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen überwiegend gebräuchliches³³ und in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkanntes Verfahren.³⁴

Bei materiellen oder immateriellen Vermögenswerten oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind die Zukunftserfolge entweder so anzupassen, dass eine vollständige Abbildung erreicht wird, oder sie sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen.

Im Hinblick auf die Ableitung des Unternehmenswerts über das Ertragswertverfahren verweisen wir im Ergebnis auf Abschnitt 8.4. dieses Berichts, im Hinblick auf die Berücksichtigung von gesondert bewerteten Vermögenswerten auf Abschnitt 8.5. dieses Berichts.

4.5. Liquidationswert

Der Liquidationswert ist anstelle des Fortführungswerts, der eine unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens unterstellt, heranzuziehen, wenn die Aufgabe des Unternehmens tatsächlich erwartet wird oder diese im Vergleich zu einer Fortführung wirtschaftlich vorteilhaft ist. Insbesondere bei schlechten Ertragsaussichten kann der Barwert der Zukunftserfolge, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Fall bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder faktischen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen.³⁵

Im vorliegenden Fall wurde vom Bewertungsgutachter aufgrund der vom Vorstand geplanten Unternehmensfortführung und der Vorteilhaftigkeit der Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation kein Liquidationswert dargestellt.

³² Vgl. OLG Düsseldorf, Hinweisbeschluss v. 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21.

³³ Vgl. hierzu etwa I-Advise AG, Düsseldorf, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 12. Aufl. 2010 – 2025, Januar 2026, S. 7.

³⁴ Vgl. BGH v. 29. September 2015, II ZB 23/14.

³⁵ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 151.

Nach Auskünften der KCO und der WS ist aufgrund des erwarteten Ertragspotenzials eine Liquidation der KCO nicht beabsichtigt. Wir haben im Rahmen einer überschlägigen Liquidationsermittlung keine Anhaltspunkte gefunden, die einen über dem Ertragswert liegenden Wert und damit über der angebotenen Abfindung ergeben würden.

Es ist daher sachgerecht, für die Bemessung des Ausgleichs und der Abfindung nicht auf einen Liquidationswert abzustellen. Im Hinblick auf die Höhe eines Liquidationswerts ist auch das im Falle einer Liquidation zukünftig entfallende nachhaltige Ertragspotenzial der KCO sowie die anfallenden Liquidationskosten zu berücksichtigen.

4.6. Substanzwert

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Vermögenswerte und Schulden, unabhängig von ihrer Bilanzierungsfähigkeit. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwertes ermittelt.

Im Gegensatz zu den Zukunftserfolgswertverfahren fehlt dem Substanzwert der direkte Bezug zu den im Unternehmen erzielbaren Zukunftserfolgen. Daher ist die Substanzwertmethode für die Bewertung erwerbswirtschaftlicher Unternehmen grundsätzlich nicht sachgerecht.

Es ist daher sachgerecht, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

4.7. Vergleichsorientierte Bewertung

Neben den Zukunftserfolgswertverfahren kommen in der Bewertungspraxis regelmäßig auch Bewertungsverfahren zur Anwendung, bei denen auf aus beobachtbaren Marktpreisen abgeleitete Multiplikatoren abgestellt wird (sog. Multiplikatormethoden). Der Unternehmenswert ist gemäß diesen Bewertungsverfahren aus der Übertragung von Multiplikatoren auf das Bewertungsobjekt abzuleiten.

Multiplikatormethoden sind vereinfachende marktpreisorientierte Bewertungsverfahren, bei welchen mittels eines Multiplikators – gebildet aus der Relation beobachtbarer Preise zu Kennzahlen – vergleichbarer Unternehmen auf den Wert des zu bewertenden Unternehmens geschlossen wird. Konzeptionell können Multiplikatormethoden ein Zukunftserfolgswertverfahren als eigenständiges Bewertungsverfahren nicht ersetzen, sondern

dienen primär der Plausibilitätsbeurteilung von mit Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Unternehmenswerten.³⁶

Der Bewertungsgutachter hat unseres Erachtens sachgerecht den u.a. über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von gesondert zu bewertendem Vermögen abgeleiteten Unternehmenswert der KCO Multiplikatoren gegenübergestellt und so plausibilisiert.

Wir haben eigenständige Analysen durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 9. dieses Berichts.

4.8. Relevanz von Vorerwerben

Der Preis für Unternehmen und Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwerk abweichen.

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen, sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Insofern ergänzt die Analyse von beobachtbaren Preisen die Ableitung des Zukunftserfolgswerts für Plausibilitätszwecke, ersetzt sie aber nicht.³⁷

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Aktieneigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können.³⁸ Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung, wobei der grundsätzlich fehlenden Bedeutung für die Bewertung nicht entgegenstünde, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von

³⁶ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 14.

³⁷ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 42.

³⁸ Vgl. BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

Plausibilitäts- und Kontrollüberlegungen zu berücksichtigen.³⁹ Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH getroffen, wonach das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz enthalte, durch den Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt seien, dass ein Hauptaktionär verpflichtet wäre, die Aktien der Minderheitsaktionäre zu gleichen Bedingungen zu erwerben, wie zuvor beim Erwerb einer Beteiligung zur Erlangung oder Verstärkung der Kontrolle des Hauptaktionärs vereinbart wurden.⁴⁰

Im Hinblick auf Vorerwerbe durch die Worthington Steel GmbH (bzw. deren unmittelbarer/mittelbarer Mutterunternehmen) ist folgendes festzustellen:

- Mit Ad-Hoc-Mitteilung vom **6. Dezember 2025** bestätigte die KCO Gerüchte, wonach die Gesellschaft mit Worthington Steel, Inc., Verhandlungen zu einem möglichen freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot für alle Aktien der Klöckner & Co SE führe und Worthington Steel, Inc., eine Due Diligence Prüfung durchführe. Es sei offen, ob oder unter welchen Bedingungen ein mögliches öffentliches Übernahmeangebot durchgeführt werde.
- Mit Ad-Hoc-Mitteilung vom **15. Januar 2026** informierte die KCO, mit der Worthington Steel, Inc., und deren mittelbaren Tochtergesellschaft, der Worthington Steel GmbH (zusammen auch „Worthington Steel“), eine Zusammenschlussvereinbarung abgeschlossen zu haben. Danach sei u.a. beabsichtigt, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an alle Aktionäre der KCO zu einem Preis von € 11,00 pro Aktie in bar durch die Worthington Steel abzugeben (im Folgenden auch „Übernahmeangebot“ genannt). Der Angebotspreis entsprach einer Prämie von ca. 98 % auf den unbeeinflussten volumengewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der KCO am 5. Dezember 2025 bzw. von ca. 81 % auf den Schlusskurs in Höhe von € 6,07 je Aktie der KCO am 5. Dezember 2025. Weiter informierte die KCO, dass Worthington Steel ihr mitgeteilt habe, dass sich die SWOCTEM GmbH, Haiger, mit einer unwiderruflichen Annahmeverpflichtung gegenüber Worthington Steel verpflichtet habe, ihre gesamte Beteiligung in Höhe von ca. 41,53 % an der KCO in das Übernahmeangebot anzudienen. In einer Pressemitteilung ebenfalls vom 15. Januar 2026 führte die KCO ergänzend aus, dass die Zusammenschlussvereinbarung nach dem positiven Abschluss der Due-Diligence-Prüfung und entsprechenden Verhandlungen abgeschlossen worden sei. Vorstand und Aufsichtsrat der KCO begrüßten danach das Angebot und beabsichtigen, vorbehaltlich der Prüfung der Angebotsunterlage, den

³⁹ Vgl. van Rossum, in: MüKo, AktG, 6. Aufl. 2023, zu § 305, Tz. 91 m.w.N.; BGH v. 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632; Koch, in: Koch, Aktiengesetz, 20. Aufl. 2026, § 305, Rn. 29; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51; OLG Düsseldorf, Hinweisbeschluss v. 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21.

⁴⁰ Vgl. EuGH v. 15. Oktober 2009, Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

Aktionären im Rahmen ihrer begründeten Stellungnahme die Annahme des Angebots zu empfehlen. Nach Einschätzung der Gremien reflektiere das Angebot den inneren Wert der Aktie der KCO und beinhalte eine attraktive Prämie. Auch die Mitglieder des Vorstands der KCO bestätigten, dass sie sämtliche von ihnen gehaltenen Aktien in das Angebot einliefern werden.

- Am **5. Februar 2026** wurde die Angebotsunterlage des Übernahmeangebots der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE zum Erwerb sämtlicher von ihnen gehaltenen nennwertlosen auf den Namen lautenden Stückaktien der Klöckner & Co SE gegen eine Geldleistung in Höhe von € 11,00 je Aktie der Klöckner & Co SE veröffentlicht. Die Annahmefrist lief ursprünglich vom 5. Februar 2026 bis zum 12. März 2026 und wurde im Rahmen der Änderung der Angebotsunterlage am 10. März 2026 (im Folgenden auch „geändertes Angebot“ genannt) bis zum 26. März 2026 verlängert. Die sog. „Weitere Annahmefrist“ gem. § 16 Abs. 2 WpÜG⁴¹ endete danach am 14. April 2026. In der Angebotsunterlage wird im Hinblick auf den Angebotspreis ausgeführt, dass die WS und die KCO intensive Verhandlungen über den Preis geführt haben. Parallel haben die WS und die SWOCTEM GmbH intensiv einen Preis für die Annahme des Angebots gemäß der unwiderruflichen Annahmeverpflichtung verhandelt und sich letztlich auf einen Preis von € 11,00 je Aktie der KCO geeinigt, der der Angebotsgegenleistung entspricht. Die Festlegung der Angebotsgegenleistung erfolgte danach durch die WS nach dem Ergebnis der Verhandlungen mit der SWOCTEM GmbH über die unwiderrufliche Annahmeverpflichtung und mit der KCO über die Zusammenschlussvereinbarung.⁴²
- Am **13. Februar 2026** veröffentlichte die KCO die gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der KCO gem. § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot vom 12. Februar 2026. Danach sind u.a. Vorstand und Aufsichtsrat auf Grundlage ihrer jeweils getrennt und unabhängig voneinander vorgenommenen Beurteilung der Ansicht, dass die von der WS angebotene Gegenleistung für die Aktien der KCO angemessen i.S.d. § 31 Abs. 1 WpÜG ist und sie den Angebotspreis aus finanzieller Sicht als attraktiv, fair und angemessen bewerten. Unter Berücksichtigung der weiteren Ausführungen in der gemeinsamen begründeten Stellungnahme begrüßten und unterstützten Vorstand und Aufsichtsrat das Angebot und empfehlen allen

⁴¹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.

⁴² Vgl. Angebotsunterlagen über das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot (Barangebot) der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der KCO zum Erwerb sämtlicher von ihnen gehaltenen nennwertlosen auf den Namen lautenden Stückaktien der KCO gegen eine Geldleistung in Höhe von € 11,00 je Aktie der KCO vom 5. Februar 2026, S. 35.

Aktionären der KCO, das Angebot anzunehmen.⁴³ Es wird dazu u.a. weiter erläutert, dass Vorstand und Aufsichtsrat der KCO die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises in Höhe von € 11,00 je Aktie der KCO unter Berücksichtigung des Börsenkurses der Aktie der KCO und der darin enthaltenen Aufschläge, der in vorangegangenen Transaktionen gezahlten Aufschläge, der von ausgewählten Brokern der Gesellschaft mitgeteilten Kursziele, der aktuellen Strategie und Finanzplanung der Gesellschaft sowie weiterer Annahmen und Informationen mit Unterstützung ihrer Finanzberater sorgfältig und intensiv analysiert und bewertet haben.⁴⁴ Der Angebotspreis stelle einen erheblichen Aufschlag gegenüber den historischen Börsenkursen der Aktie der KCO dar, insbesondere wenn man auf die Börsenkurse vor dem Aufkommen der Presseberichte über Übernahmespekulationen abstelle.⁴⁵ Schließlich wird erläutert, dass bei der Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises auch berücksichtigt worden sei, dass WS und die SWOCTEM GmbH intensiv einen Preis für die Annahme des Angebots für die Beteiligung der SWOCTEM GmbH an der KCO verhandelt haben und sich mit Abschluss der unwiderruflichen Annahmeverpflichtung am 15. Januar 2026 letztlich auf einen Preis von € 11,00 je Aktie der KCO geeinigt haben, der der Angebotsgegenleistung entspreche.⁴⁶ Es wird dazu auch mitgeteilt, dass Herr Prof. Dr.-Ing. E.h. Friedhelm Loh, der als einziges Mitglied des Aufsichtsrats der KCO mittelbar über die SWOCTEM GmbH Aktien an der KCO halte, an den Beratungen und der Beschlussfassung über die gemeinsame begründete Stellungnahme nicht teilgenommen habe.

- Mit Ad-Hoc-Mitteilung vom **27. März 2026** informierte die KCO, dass die Worthington Steel GmbH dem Vorstand der Klöckner & Co SE mitgeteilt habe, dass sie beabsichtige, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Worthington Steel GmbH als herrschendem Unternehmen und der Klöckner & Co SE als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Die Worthington Steel GmbH habe danach dem Vorstand der Klöckner & Co SE ferner mitgeteilt, dass bis zum 26. März 2026 insgesamt Aktien im Umfang von rd. 49,4 % des Grundkapitals der KCO in das Übernahmeangebot eingeliefert worden seien.

⁴³ Vgl. Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Klöckner & Co SE gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE vom 12. Februar 2026, S. 68f.

⁴⁴ Vgl. Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Klöckner & Co SE gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE vom 12. Februar 2026, S. 42f.

⁴⁵ Vgl. Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Klöckner & Co SE gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE vom 12. Februar 2026, S. 44.

⁴⁶ Vgl. Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Klöckner & Co SE gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE vom 12. Februar 2026, S. 46.

Zusammen mit weiteren bereits von der Worthington Steel GmbH gehaltenen Aktien der Klöckner & Co SE und Instrumenten gehe die Worthington Steel GmbH daher davon aus, mit voraussichtlich 58,8 % die Mindestannahmeschwelle des geänderten Angebots zu erreichen.

- Am **27. Mai 2026** informierte die Worthington Steel GmbH über den Eintritt sämtlicher Angebotsbedingungen und die Abwicklung des Übernahmeangebots in der Fassung des geänderten Angebots.
- Mit Ad-Hoc-Mitteilung vom **3. Juni 2026** informierte die KCO, dass die Worthington Steel GmbH entschieden habe, den Aktionären der Klöckner & Co SE im Wege eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots (im Folgenden auch „Delisting-Angebot“ genannt) anzubieten, sämtliche auf den Namen lautende Stückaktien der Gesellschaft zu erwerben, wobei eine Gegenleistung in Höhe von € 11,00 je Aktie der Klöckner & Co SE beabsichtigt sei. Ebenfalls wurde am 3. Juni 2026 das Übernahmeangebot vollzogen.
- Am **15. Juli 2026** wurde die Angebotsunterlage des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots (Barangebot) der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE zum Erwerb sämtlicher von ihnen gehaltenen nennwertlosen auf den Namen lautenden Stückaktien der Klöckner & Co SE gegen eine Geldleistung in Höhe von € 11,00 je Aktie der Klöckner & Co SE veröffentlicht. Die Annahmefrist lief bis zum 12. August 2026.

Zum 15. Juli 2026 hielt die Worthington Steel GmbH ausweislich der Angebotsunterlage des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots insgesamt 61.710.791 Aktien der Klöckner & Co SE. Hiervon wurden insgesamt 8.321.283 Aktien im Zeitraum vom 16. Januar 2026 bis zum 9. März 2026 unmittelbar über die Börse oder multilaterale Handelssysteme zu Preisen von bis zu € 11,00 je Aktie, 1.000.000 Aktien zu einem Kaufpreis von € 11,00 je Aktie im Rahmen eines Kaufvertrags und die restlichen 52.389.508 Aktien zu einem Preis von € 11,00 je Aktie im Rahmen des Übernahmeangebots erworben.

Am 17. August 2026 informierte die Worthington Steel GmbH, dass das am 12. August 2026 endende Delisting-Erwerbsangebot für insgesamt 242.446 Aktien der KCO angenommen wurde. Das Delisting-Erwerbsangebot wurde am 26. August 2026 vollzogen.

Damit beträgt die Gesamtzahl der von WS gehaltenen Aktien der KCO 61.953.237 bzw. rd. 62,11 % des Grundkapitals der KCO.

Vor dem Hintergrund der Rechtsprechung ist den vorstehend aufgezeigten, in zeitlicher Nähe erfolgten Vorerwerben keine Relevanz als Untergrenze im Hinblick auf die Bemessung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung beizulegen.

Im Hinblick auf die Beurteilung der Höhe des vorgesehenen vertraglich vereinbarten Ausgleichs und der Höhe der vorgesehenen vertraglich vereinbarten Abfindung im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (vgl. Abschnitt 11.1. und Abschnitt 11.2. dieses Berichts) ist festzuhalten, dass es sich bei dem Angebotspreis um einen wirtschaftlich verhandelten Preis zwischen der WS, der KCO bzw. der WS und dem bisherigen größten Einzelaktionär, der SWOCTEM GmbH, handelt, dessen Eigentümer, Herr Prof. Dr.-Ing. E.h. Friedhelm Loh, zu diesem Zeitpunkt dem Aufsichtsrat der KCO angehörte.

4.9. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Abfindung

Für die Ermittlung der angemessenen Abfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und aus ökonomischer Sicht der Börsenkurs eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie der KCO und der Abfindung gem. § 305 AktG darstellt.

Die vertraglich vereinbarte Abfindung wurde von den Vertragsparteien auf Grundlage des Börsenwerts der KCO abgeleitet.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung steht die Ableitung der Abfindung auf Grundlage des Börsenwerts im Einklang mit der jüngeren höchstrichterlichen Rechtsprechung und ist methodisch angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen und zur konkreten Höhe der Abfindung verweisen wir auf Abschnitt 7.1. und Abschnitt 11.2. dieses Berichts.

Soweit der Bewertungsgutachter zur Plausibilisierung der Aussagekraft des anhand des Börsenkurses festgestellten Verkehrswerts der Aktie der KCO auftragsgemäß eine eigenständige Unternehmensbewertung der KCO unter Berücksichtigung des IDW S 1 i.d.F. 2026 zum Bewertungsstichtag 23. Oktober 2026 nach dem Ertragswertverfahren unter Einbezug gesondert bewerteten Vermögens vornimmt und in diesem Zusammenhang zudem auch eine Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse über Multiplikatoren durchführt, ist auch dies methodisch nicht zu beanstanden.

Zu den diesbezüglichen Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Abschnitt 8., Abschnitt 9. und Abschnitt 11.2. dieses Berichts.

4.10. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung

Als angemessene Ausgleichszahlung ist nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen 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 jüngeren Rechtsprechung des BGH kann der Börsenwert der Gesellschaft geeignet sein, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten hinreichend abzubilden und kann daher Grundlage für den gem. § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden festen Ausgleich sein.

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und aus ökonomischer Sicht der Börsenkurs eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie der KCO und des Ausgleichs gem. § 304 AktG darstellt.

Der vertraglich vereinbarte Ausgleich wurde von den Vertragsparteien auf Grundlage des Börsenwerts der KCO abgeleitet.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung steht die Ableitung des Ausgleichs auf Grundlage des Börsenwerts im Einklang mit der jüngeren höchstrichterlichen Rechtsprechung und ist methodisch angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen und zur konkreten Höhe des Ausgleichs verweisen wir auf Abschnitt 7.1. und Abschnitt 11.1. dieses Berichts.

Soweit der Bewertungsgutachter zur Plausibilisierung der Aussagekraft des anhand des Börsenkurses festgestellten Verkehrswerts der Aktie der KCO auftragsgemäß eine eigenständige Unternehmensbewertung der KCO unter Berücksichtigung des IDW S 1 i.d.F. 2026 zum Bewertungsstichtag 23. Oktober 2026 nach dem Ertragswertverfahren unter Einbezug gesondert bewerteten Vermögens vornimmt und in diesem Zusammenhang zudem auch eine Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse über Multiplikatoren durchführt, ist auch dies methodisch nicht zu beanstanden.

Zu den diesbezüglichen Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Abschnitt 8., Abschnitt 9. und Abschnitt 11.1. dieses Berichts.

5. Bewertungsobjekt

5.1. Rechtliche Grundlagen

Die **Klöckner & Co SE** ist eine Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) nach deutschem Recht mit der Firma Klöckner & Co SE und eingetragenem Sitz in Düsseldorf. Die Gesellschaft ist im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 109982 eingetragen.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr.

Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung die Distribution von und der Handel mit Stahl-, Metall- und Kunststoffherzeugnissen sowie deren Herstellung und Bearbeitung.

Das Grundkapital der Klöckner & Co SE beträgt € 249.375.000,00 und ist in 99.750.000 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt. Der rechnerische Anteil je Aktie am Grundkapital beträgt € 2,50. Die Gesellschaft hält keine eigenen Aktien.

Zur Börsennotierung verweisen wir auf Abschnitt 4.2. dieses Berichts.

Die **Worthington Steel GmbH** ist eine nach deutschem Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Stuttgart, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 801625. Die WS wurde am 11. September 2025 in München gegründet.

Derzeit entspricht das Geschäftsjahr der WS dem Kalenderjahr.

Gegenstand des Unternehmens ist der Erwerb, das Halten und Verwalten und die Führung sowie der Verkauf von Beteiligungen an Unternehmen jeder Rechtsform im In- und Ausland, sowie die (entgeltliche) Erbringung von Dienstleistungen im Rahmen der Fremdfinanzierung und Eigenkapitalbeschaffung, sowie alle damit in Zusammenhang stehenden Tätigkeiten.

Die WS hält derzeit die Aktien der Klöckner & Co SE (vgl. Abschnitt 4.8. dieses Berichts) sowie sämtliche Geschäftsanteile an einer Zweckgesellschaft, die aktuell noch ohne eigenen operativen Geschäftsbetrieb ist.

Das Stammkapital der WS beträgt € 25.000,00 und ist eingeteilt in 25.000 Geschäftsanteile mit einem Nennbetrag von jeweils € 1,00.

Alleinige Gesellschafterin der WS ist Worthington Steel Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HR B 141756 und mit einem Stammkapital in Höhe von € 26.000,00.

Deren alleinige Gesellschafterin ist The Worthington Steel Company, eine Gesellschaft nach dem Recht des Bundesstaates Ohio, Vereinigte Staaten, mit ihrer Hauptgeschäftsstelle in 100 West Old Wilson Bridge Road, Columbus, Ohio, Vereinigte Staaten.

Deren alleinige Gesellschafterin ist die Worthington Steel, Inc., eine Gesellschaft nach dem Recht des Bundesstaates Ohio, Vereinigte Staaten, mit ihrer Hauptgeschäftsstelle in 100 West Old Wilson Bridge Road, Columbus, Ohio, Vereinigte Staaten, deren Stammaktien an der New Yorker Börse (New York Stock Exchange) unter dem Börsenkürzel "WS" mit der ISIN US9821041012 gehandelt werden.

5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die Klöckner & Co SE einschließlich ihrer Tochterunternehmen und Beteiligungen.

Die Klöckner & Co SE ist das Mutterunternehmen des Klöckner & Co-Konzerns. Sie nimmt die operative Führung des Klöckner & Co-Konzerns wahr und hält unmittelbar die Anteile an den meisten Führungsgesellschaften der nationalen und internationalen Landesorganisationen sowie an einzelnen operativen Landesgesellschaften des Klöckner & Co-Konzerns.

Die Klöckner & Co SE stellt einen Konzernabschluss nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) auf, der im Einklang mit den EU-Richtlinien steht.

Ausweislich des Konzernanhangs der Klöckner & Co SE war die Gesellschaft zum 31. Dezember 2025 an 41 verbundenen Unternehmen beteiligt, die in den Konzernabschluss einbezogen wurden, an zwei verbundenen Unternehmen beteiligt, die nicht in den Konzernabschluss einbezogen wurden, sowie an einem assoziierten Unternehmen beteiligt.

Nach den uns gegebenen Auskünften ergaben sich bis zum Abschluss unserer Prüfung folgende Änderungen im Hinblick auf die Tochterunternehmen und Beteiligungen der Klöckner & Co SE:

Am 15. Januar 2026 beschloss der Vorstand einen kompetitiven Auktionsprozess für den Verkauf der Becker-Gruppe zu starten und die Becker-Gruppe wurde daraufhin im Halbjahresbericht 2026 als „asset held for sale“ klassifiziert. Der Auktionsprozess ist

zwischenzeitig abgeschlossen, das sog. Signing wird auskunftsgemäß bis zum Bewertungsstichtag erfolgt sein. Es wird dabei ein Verkaufserlös in Höhe von € 73 Mio. erzielt, den der Bewertungsgutachter als Liquiditätszufluss im Rahmen der Bewertung berücksichtigt (vgl. Abschnitt 8.2.6.1. dieses Berichts).

Die Becker-Gruppe mit insgesamt fünf in den Konzernabschluss einbezogenen und einem aus Gründen der Wesentlichkeit nicht in den Konzernabschluss einbezogenen Unternehmen ist somit zum Bewertungsstichtag nicht mehr Bestandteil des Bewertungsobjekts.

5.3. Wirtschaftliche Grundlagen

Der Klöckner & Co-Konzern ist ausweislich der Beschreibung im Konzernlagebericht für das Geschäftsjahr 2025 weltweit einer der größten produzentenunabhängigen Metallverarbeiter und eines der führenden Service-Center-Unternehmen. Durch die Unabhängigkeit von Stahlherstellern profitieren die Kunden des Klöckner & Co-Konzerns nach Einschätzung der Gesellschaft von vielfältigen nationalen und internationalen Beschaffungsmöglichkeiten bei weltweit rd. 35 Hauptlieferanten. Als wesentliche Wettbewerbsvorteile sieht der Klöckner & Co-Konzern hierbei Größeneffekte im globalen Einkauf, ein umfangreiches Produktportfolio, den Kundenzugang über ein weit verzweigtes Vertriebs- und Distributionsnetzwerk sowie verschiedenste Anarbeitungsdienstleistungen.

Der Klöckner & Co-Konzern verfügt über ein globales Netzwerk mit Schwerpunkten in der DACH-Region und in Nordamerika. Dies ermöglicht den Kunden des Klöckner & Co-Konzerns den lokalen Zugang zu über 110 Lager- und Anarbeitungsstandorten. Das Produktportfolio umfasst ca. 154.000 Produkte, das Kundenportfolio über 60.000, zumeist kleinere bis mittlere Stahl- und Metallverbraucher. Wesentliche Kundengruppen stellen die Bauindustrie, der Maschinen- und Anlagenbau und die Transportindustrie sowie weitere Metallverarbeiter dar.

Hierbei bietet der Klöckner & Co-Konzern den Kunden eine optimierte Gesamtlösung von der Beschaffung über die Logistik bis hin zur Anarbeitung einschließlich individueller Belieferung.

Der Klöckner & Co-Konzern gliedert sich in **zwei operative Segmente**: Kloeckner Metals Americas (im Folgenden auch „KMC“) und Kloeckner Metals Europe (im Folgenden auch „KME“). Zentrale Funktionen, die keinem Segment zugeordnet sind, und Konsolidierungsmaßnahmen werden separat unter der Holding ausgewiesen.

Sowohl in Nordamerika als auch in Europa ist nach Einschätzung der Gesellschaft der Markt der Metallverarbeitungsunternehmen und Service-Center stark fragmentiert. In

Europa verfügt der Klöckner & Co-Konzern nach eigener Einschätzung zum 31. Dezember 2025 über einen Marktanteil von rd. 8 %, in den USA von rd. 7 %.

Der Klöckner & Co-Konzern finanziert sich über bankbasierte Finanzierungsinstrumente. Dazu zählen ein Asset-Based-Lending (ABL-Programm) in den USA und Mexiko, syndizierte Kreditlinien auf Konzernebene und in der Schweiz, Asset-Backed-Securities (ABS-Programm) in Deutschland sowie bilaterale Fazilitäten.

Wesentliche Kennzahlen des Klöckner & Co-Konzerns stellen sich über den Zeitraum der Geschäftsjahre 2021 bis 2025 wie folgt dar:

KCO Wesentliche Kennzahlen	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Absatz (in Tto)	4.881	4.193	4.248	4.453	4.528
Umsatz in € Mio.	7.441	8.337	6.957	6.632	6.380
EBITDA (vor wesentlichen Sondereffekten) in € Mio.	848	355	190	136	171
EBITDA in € Mio.	879	407	190	109	152
EBIT in € Mio.	754	299	66	- 20	31
Konzernergebnis (aus fortgeführten Aktivitäten) in € Mio.	629	213	- 0	- 146	- 53
Anzahl der Beschäftigten	7.153	5.713	6.375	6.507	6.500
Eigenkapitalquote in %	47,1%	51,0%	45,4%	48,6%	48,2%
Bilanzsumme in € Mio.	3.878	3.859	3.867	3.538	3.279

Das Angebot des Klöckner & Co-Konzerns umfasst neben der Distribution von Stahlprodukten, die Anarbeitung bis hin zum montagefertigen Teil auch die Lagerhaltung, Logistikdienstleistungen und das Materialmanagement für Kunden. In der Metallverarbeitung werden alle am Markt üblichen Verfahren angeboten wie u.a. Coil-Anarbeitung, Umformen und Herstellung von Pressteilen, CNC-Drehen und -Fräsen, Oberflächenbehandlung sowie Sägen/Bohren und Abkanten.

Im Klöckner & Co-Konzern wird der **Stahlbereich** wie folgt unterschieden:

- **Distribution**

Distribution umfasst die klassische lagerhaltende Stahl- und Metaldistribution. KCO erzielt primär Erlöse dadurch, dass das Material vor Ort im Lager vorrätig ist und rechtzeitig zum Kunden geliefert werden kann – es handelt sich im Kern um eine Logistikleistung. Einfache Bearbeitungsschritte wie z.B. das sog. Ablängen eines Trägers gelten als Commodity-Leistung und werden dem Distributionssegment zugeordnet. Die Wertschöpfungstiefe und damit die Margen sind gering, das Geschäft ist überwiegend von Spot-Preisen abhängig und damit von Preisvolatilität geprägt.

- **Service-Center**

Das Service-Center-Geschäft umfasst insbesondere das Querteilen und Längsteilen von sog. Coils – also hochvolumige Bearbeitungsschritte, bei denen

Klößner für das Spalten bezahlt wird. Typische Prozesse sind das sog. Slitting, CTL (Cut-to-Length), Blanking und Stretcher Leveling. Das Service-Center-Geschäft ist überwiegend kontraktbasiert und damit weniger volatil als das reine Distributionsgeschäft. Es kann eine moderate Marge erzielt werden.

- **Higher Value Added Services**

Das Higher Value Added Geschäft (im Folgenden auch „HVAB“) umfasst kleinteilige, vielfältige Anarbeitungsschritte mit unterschiedlichen Wertschöpfungsstufen – darunter Laserschneiden (3D-Laser, Flatbed-Laser), CNC-Drehen/Fräsen, Stanzen, robotisches Schweißen, Lackieren, Oberflächenbehandlung, Rohrlaserbearbeitung, Forming, und die Herstellung vollständig fertiger Bauteile (Fabricated Parts & Components). Durch die höhere Wertschöpfungstiefe sind höhere Margen im Vergleich zu den anderen Dienstleistungen realisierbar. Darüber hinaus weist das Geschäft eine geringere Preisvolatilität auf.

Im Bereich **Metering** tritt der Klößner & Co-Konzern als unabhängiger Anbieter schlüsselfertiger Messsysteme für die Öl- und Gasindustrie auf und erbringt als Projektmanagement- und Engineering-Dienstleister die kundenspezifische Auslegung, Konstruktion und Systemintegration, während die Komponenten extern bei OEMs beschafft werden.

Wesentlichen Anteil an der umfangreichen **Produktpalette** haben Flachstahlprodukte mit einem Umsatzanteil von über 50 %, daneben werden Stahl-Langprodukte (u.a. Stabstahl, Stahlträger), Aluminium (u.a. Profile, Bleche, Bänder), Edelstahlprodukte, Qualitätsstahlprodukte sowie Roh- und Hohlprofile angeboten.

Darüber hinaus bietet der Klößner & Co-Konzern unter der Marke Nexigen® Stahl- und Metallprodukte, die mit geringen CO₂-Emissionen hergestellt wurden, und bietet über eine Nachhaltigkeits- und Dekarbonisierungsplattform den Kunden die Möglichkeit, den CO₂-Fußabdruck ihrer Materialbeschaffung transparent zu messen, zu reduzieren und zu dokumentieren (Nexigen®-Data Services).

Nexigen® wurde im September 2022 eingeführt und war Bestandteil der **Strategie** „Klößner & Co 2025: Leveraging Strengths“, die auf der Hauptversammlung am 12. Mai 2021 vorgestellt wurde. Ziel der Strategie war die Entwicklung vom reinen Stahlhändler zu einer führenden digitalen Plattform für Stahl, Metalle und Service-Center in Europa und Nordamerika zu entwickeln, um die Abhängigkeit von zyklischen Stahlpreisen sowie die hohe Volatilität der Ergebnisse zu reduzieren.

Die im Geschäftsjahr 2025 vorgestellte Strategie „Klößner & Co: Leveraging Strengths - Step Up 2030“, stellt die nächste Phase des im Geschäftsjahr 2021 gestarteten

Strategieplans dar und vertieft und fokussiert im Wesentlichen den Weg zu einem höheren Geschäftsanteil des HVAB unter konsequenter Ausrichtung aller Produkte, Services und Prozesse an den Bedürfnissen der Kunden. Ziel der Strategie ist ein Wachstum über den Marktprognosen, ein jährliches EBITDA im mittleren dreistelligen Millionen-Euro-Bereich, eine EBITDA-Marge oberhalb von 5 % sowie ein ROCE von über 10 %.

Seit 2021 wurden wesentliche Maßnahmen der vorstehenden beschriebenen strategischen Ausrichtung bereits umgesetzt. So wurden zur Portfoliobereinigung im Geschäftsjahr 2024 reine Distributionsstandorte in Frankreich, Großbritannien, den Niederlanden und Belgien veräußert. Im Geschäftsjahr 2025 wurden acht Distributionsstandorte in den USA veräußert sowie eine brasilianische Gesellschaft. Im Januar 2026 wurde zudem die Veräußerung der Becker-Gruppe beschlossen. Für den Ausbau der Bearbeitungskapazitäten wurden im Geschäftsjahr 2025 drei Unternehmen erworben, im Vorjahr ein Unternehmen. Der Ausbau des höherwertigen Geschäfts und die Bereinigung der marginsschwachen Distributionsstandorte zeigte sich bereits in der Vergangenheit in einer Verschiebung zu dem höherwertigen, marginstärkeren Geschäft. Der Anteil des Distributionsgeschäfts am Umsatz sank von rd. 37 % im Geschäftsjahr 2021 auf rd. 13 % im 1. Quartal 2026. Im Gegenzug stieg der Anteil des Service-Center Geschäfts von rd. 31 % auf rd. 42 % und der Anteil des HVAB von rd. 32 % auf rd. 45 %.⁴⁷

In den **regionalen Einheiten** des Klöckner & Co-Konzern gibt es Unterschiede in den Geschäftsmodellen sowie bei den Schwerpunkten hinsichtlich der belieferten Abnehmerbranchen:

- Klöckner USA (**KUSA**) betreibt ein integriertes Geschäftsmodell aus Flachstahl-Servicezentren sowie höherwertiger Fertigung (HVAB). Dabei werden Stahl-, Edelstahl und Aluminiumprodukte durch Verarbeitungsschritte wie Slitting (Längsteilen), Cut-to-Length (Querteilen), Blanking (Stanzen), Beschichtung, Laserschneiden, Umformen, Schweißen und weitere Bearbeitungsverfahren kundenspezifisch veredelt und bis hin zu einbaufertigen Komponenten weiterverarbeitet. Die einzelnen Geschäftsbereiche sind eng miteinander verknüpft, da Vormaterial, Kundenbeziehungen und regionale Liefernetzwerke standortübergreifend genutzt werden und dadurch zusätzliche Wertschöpfungs- und Synergieeffekte entstehen.

Wesentliche Abnehmerbranchen waren im Geschäftsjahr 2025 mit rd. 38,2 % der Maschinen- und Anlagenbau, mit rd. 23,0 % die Bauindustrie sowie mit rd. 18,7 %

⁴⁷ Vgl. Klöckner & Co: Equity Forum Frankfurt am Main, 11. Mai 2026, S. 14.

die Haushaltsgeräte und Gebrauchsgüterindustrie. Die Transportindustrie war mit rd. 8,4 % von nachrangiger Bedeutung.

- KCO ist in Mexiko (**KMEX**) ein vertragsbasierter Service-Center- und HVAB-Spezialist mit Nischenstärke in Electrical Steel und Automotive-Blanking. Das Geschäftsmodell konzentriert sich auf vertraglich gebundene und OEM-nahe Kundenprogramme.

Für KMEX ist das dominierende Kundensegment die Transportbranche, insbesondere die Automobilindustrie, deren Anteil an der Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2025 rd. 62,4 % beträgt. Im Maschinen- und Anlagenbau wurden rd. 16,6 % erzielt, wobei hier der Bereich des Electric Steel – also die Herstellung von kornorientiertem Elektro Stahl⁴⁸ (GOES – Grain-oriented Electrical Steel) für Transformatoren – zunehmend an Bedeutung gewinnt. Im Kundensegment Haushaltsgeräte und Gebrauchsgüter wurden rd. 14,1 % der Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2025 erzielt. Die Kundenstruktur in Mexiko unterscheidet sich damit deutlich von der Kundenstruktur in den USA.

- In Deutschland hat sich KCO (mit Klöckner Metals Germany im Folgenden „**KMG**“) in den letzten Jahren von einem regionalen Commodity-Distributor zu einem in Teilen integrierten Anbieter höherwertiger Verarbeitungsleistungen entwickelt. Die Wertschöpfung wird durch Laserschneiden, thermisches Trennen, Drehen, Fräsen, Biegen, Schweißen und Montage sowie durch die Bündelung von Produkt-, Anlagen- und Branchenexpertise in sog. Centers of Competence (CoC) vertieft. Ergänzend setzt KMG auf den Einsatz von KI-Plattformen zur Effizienzsteigerung sowie auf das CO₂-reduzierte Produktprogramm Nexigen® als zusätzliche Differenzierungsmerkmale.

Wesentliche Abnehmerbranchen von KMG gemessen an der Gesamtleistung waren im Geschäftsjahr 2025 mit rd. 32,6 % die Bauindustrie, mit rd. 27,8 % die Metallverarbeitende Industrie sowie mit rd. 26,1 % die Fertigung, Maschinen- und Anlagenbau. Die Transport- bzw. Automobilindustrie ist mit rd. 9,5 % von eher nachrangiger Bedeutung. Positive Impulse für die Zukunft erwartet KMG aus dem Verteidigungssektor aufgrund der veränderten geopolitischen Situation sowie des Sondervermögens für Verteidigung des Bundes.

⁴⁸ Kornorientiertes Elektroband ist ein spezieller, gewalzter Stahlwerkstoff aus einer Eisen-Silizium-Legierung, dessen Kristallkornstruktur in Walzrichtung ausgerichtet ist.

- Die Debrunner Koenig Gruppe (**DKG**) ist ein führendes Schweizer B2B-Handels-, Produktions- und Dienstleistungsunternehmen im Bereich Stahl, Metalle und technische Produkte. Ihr Geschäftsmodell verbindet Großhandel, eigene Produktion und wertschöpfungsintensive Dienstleistungen – unterstützt durch ein dichtes Standortnetz, eigene Logistik und einen strukturellen Wettbewerbsvorteil aus dem Import von günstigem Stahl aus Asien. DKG gliedert ihr Geschäft in drei wesentliche Segmente: Der Bereich Bewehrungen (BW) umfasst die Herstellung, Verarbeitung und den Vertrieb von Bewehrungsstahl sowie Bewehrungstechnik für den Hoch- und Tiefbau. Das Segment Metallservice (DMS) bietet Stahl-, Edelstahl-, Aluminium- und Nichteisenmetallprodukte inklusive umfangreicher Bearbeitungsleistungen für industrielle Kunden an. Das Segment Technische Produkte (TP) vertreibt ein breites Sortiment technischer Produkte für Bau, Industrie und Infrastruktur und ergänzt dieses zunehmend um Engineering-, Vorfabrikations-, Installations- und Servicedienstleistungen. Hauptabnehmerbranchen sind die Bauindustrie, das verarbeitende Gewerbe und die Gebäudetechnik.

5.4. Steuerliche Grundlagen

Die KCO wird beim Finanzamt Düsseldorf-Nord unter der Steuernummer 105/5826/5121 geführt.

Es besteht eine ertragsteuerliche Organschaft zwischen der KCO als Organträgerin und der Klöckner Center of Excellence GmbH, der kloeckner.i GmbH sowie der kloeckner.v GmbH als Organgesellschaften.

Der Körperschaftsteuersatz in Deutschland lag im Jahr 2025 bei 15,0 % zuzüglich Solidaritätszuschlag, der Gewerbesteuersatz beläuft auf rd. 15,8 %. Die ausländischen Steuersätze belaufen sich auf 9,0 % bis 34,0 %.

Die KCO verfügt mit ihren Tochtergesellschaften **in Deutschland** zum Bewertungsstichtag über keine körperschaftsteuerlichen und gewerbsteuerlichen Verlustvorträge aufgrund der Übertragung von mittelbar mehr als 50 % der Anteile an WS. Lediglich die AMBO Stahl GmbH, Köln, weist einen steuerlichen Verlustvortrag in Höhe von € 0,5 Mio. sowohl für Körperschaftsteuer als auch für Gewerbesteuer auf.

Steuerliche Verlustvorträge **im Ausland** bestanden zum 31. Dezember 2025 bei der Kloeckner Specialty Metals de Mexico, Mexiko, in Höhe von € 8,3 Mio. bei der PC-Tech SA, Penthaz VD, Schweiz, in Höhe von € 0,7 Mio. für Ertragsteuern des Bundes und bei der Klöckner Metals Corporation, Ohio/USA, einen Foreign Tax Credit in Höhe von € 15,9 Mio., der aufgrund einer Umstrukturierung der Beteiligungsstruktur künftig nach Einschätzung der KCO nicht nutzbar ist.

Darüber hinaus weist die Kloeckner Metals Corporation weitere € 72,8 Mio steuerliche Verlustvorträge („State Taxes“) in verschiedensten Bundesstaaten der USA auf.

Die KCO verfügte zum 31. Dezember 2025 über ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von € 928,5 Mio.

6. Bewertungsstichtag

Maßgeblicher Stichtag für die Beurteilung der Angemessenheit des vorgesehenen vertraglichen Ausgleichs und der vorgesehenen vertraglichen Abfindung ist der Tag der Hauptversammlung der KCO, auf der der Beschluss über die Zustimmung zum Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gefasst werden soll.⁴⁹

Die Hauptversammlung der KCO ist für den 23. Oktober 2026 vorgesehen.

Entsprechend wurde im Bewertungsgutachten des Bewertungsgutachters auf den Tag der vorgesehen Hauptversammlung als Bewertungsstichtag abgestellt.

Soweit im Rahmen der Ermittlung des Zukunftserfolgs werts durch den Bewertungsgutachter als technischer Bewertungsstichtag der 31. Dezember 2025 gewählt wurde, ist dies nicht zu beanstanden. Die geplanten ausschüttungsfähigen Ertragsüberschüsse sowie die Thesaurierungsbeträge wurden entsprechend der angenommenen Verfügbarkeit für die Anteilseigner bzw. Gesellschaft zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag ab- und anschließend auf den Bewertungsstichtag mit dem maßgeblichen Diskontierungszinssatz aufgezin st.

Diese Vorgehensweise ist unseres Erachtens sachgerecht.

⁴⁹ Vgl. Koch, in: Koch, Aktiengesetz, 20. Aufl. 2026, § 305, Rn. 32.

7. Prüfungsfeststellungen zum Börsenkurs

7.1. Börsenkurs als Bewertungsmethode

7.1.1. Rechtsprechung

Mit Beschluss vom 21. Februar 2023 stellte der **BGH** fest, dass die Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 305 AktG auch allein anhand eines Börsenpreises bestimmt werden könne. Der Börsenwert einer Gesellschaft könne zudem auch geeignet sein, sowohl die bisherige Ertragslage der Gesellschaft als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und daher Grundlage für den gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein. Der Wortlaut des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG stehe dem Rückgriff auf den Börsenwert einer Gesellschaft zur Bestimmung des angemessenen festen Ausgleichs der außenstehenden Aktionäre nicht entgegen.⁵⁰

Der Entscheidung des BGH lag der Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen zwei u.a. im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) gehandelten Aktiengesellschaften zugrunde.

Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens stehe nach Auffassung des BGH, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, als Methode mit Art. 14 GG in Einklang.

Eine Methode scheide nach Auffassung des BGH nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falles nicht geeignet sei, den „wahren“ Wert abzubilden. Die marktorientierte Methode der Heranziehung des Börsenwertes einer Gesellschaft sei grundsätzlich für die Schätzung des Wertes einer Beteiligung an dieser Gesellschaft geeignet.

Voraussetzung für die Bestimmung des Wertes einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenwert ist nach Auffassung des BGH dabei nicht, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nicht öffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind.

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des IDW hat sich in seiner Sitzung am 13. Juni 2023 mit dem Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 auseinandergesetzt. Danach vertrat der FAUB die Auffassung, dass

⁵⁰ Vgl. BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

es nicht sachgerecht sei, zur Bestimmung von Abfindungen und anderen Angemessenheitsprüfungen in typischen Abfindungsfällen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgswertermittlung durchzuführen und der konkret vom BGH entschiedene Fall gegenüber typischen Abfindungsfällen wesentliche Besonderheiten aufgewiesen habe, die regelmäßig nicht gegeben seien.⁵¹

Mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigte der **BGH**, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes und des Wertes der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG sei.⁵² Der Börsenwert einer Gesellschaft sei ebenso grundsätzlich geeignet, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und könne daher Grundlage für den gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein.

Dieser Entscheidung des BGH lag der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit einer u.a. im regulierten Markt der Frankfurter Börse notierten beherrschten Aktiengesellschaft zugrunde.

Der BGH verwies explizit darauf, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarktes keine Voraussetzung für die Bestimmung des Wertes einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist.⁵³

Der Börsenwert kann damit nach Auffassung des BGH als Ausdruck einer zutreffenden Marktbewertung durch die Marktteilnehmer eine geeignete Grundlage für die Schätzung des „wahren“ Werts der Beteiligung sein. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden könne, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁵⁴

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheide damit dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben sei, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden habe bzw. eine Marktenge vorläge. Indizien für das Vorliegen einer Marktenge können dabei geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An

⁵¹ Vgl. IDW, FAUB zur Relevanz von Börsenkursen vom 14. Juni 2023, <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>, Abruf vom 17. Juli 2026.

⁵² Vgl. BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

⁵³ Vgl. BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rn. 26.

⁵⁴ Vgl. BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21, Rn. 20; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rn. 26.

hinreichender Aussagekraft mangle es Börsenkursen zudem, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorlägen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten würden.⁵⁵ Hinsichtlich fehlender Marktenge und ausreichender Markttiefe kann dabei etwa auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung (nachfolgend auch „WpÜG-AngebVO“ genannt)⁵⁶ sowie weitere Liquiditätskennzahlen, etwa den Bid-Ask-Spread, den Free Float und das wirtschaftliche tägliche Handelsvolumen, abgestellt werden.⁵⁷

Auf der Grundlage der jüngeren Rechtsprechung markiert der Börsenkurs eine Untergrenze der Barabfindung allenfalls dann, wenn für die Bemessung der Abfindung nicht ausschließlich auf den Börsenkurs abgestellt werden kann (vgl. Abschnitt 7.2. dieses Berichts).

Der BGH stellte in den vorstehend erläuterten Entscheidungen auf einen umsatzgewichteten Börsenkurs über einen **Referenzzeitraum** von drei Monaten vor der Bekanntgabe der relevanten Strukturmaßnahme ab.

Insoweit besteht Konsistenz gegenüber der bereits früher getroffenen Feststellung des BGH im Zusammenhang mit der Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze (vgl. Abschnitt 7.2. dieses Berichts), dass der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu liegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln sei.⁵⁸

Am 27. März 2026 veröffentlichte die KCO eine Ad-Hoc-Mitteilung, wonach WS beabsichtige, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der WS als herrschendem Unternehmen und der KCO als beherrschtem Unternehmen abzuschließen (vgl. Abschnitt 4.8. dieses Berichts).

Für den Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem 27. März 2026, d.h. **vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026** einschließlich, ermittelte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebV in Höhe von **€ 10,98 je Aktie**.

⁵⁵ Vgl. BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21, Rn. 51; BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rn. 27.

⁵⁶ Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots.

⁵⁷ Vgl. BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rn. 30.

⁵⁸ Vgl. BGH v. 19. Juli 2010, II ZB 18/09; allg. von Rossum, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2023, § 305 AktG, Rn. 99ff.

Die Diskussion zu möglichen **Analysen und Kriterien zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses** ist aktuell in der Theorie, Bewertungspraxis und Rechtsprechung nicht abgeschlossen.

Der **Bewertungsgutachter** hat vor diesem Hintergrund eine Analyse des Börsenkurses der Aktie der KCO durchgeführt. Hierzu hat er u.a. untersucht, ob es zu unerklärlichen Kursausschlägen des Aktienkursverlaufs der Aktie der KCO kam und eine Analyse zur Liquidität der Aktie vorgenommen. Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht der volumengewichtete durchschnittliche Dreimonatskurs der Aktie der KCO vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie als Grundlage einer angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG sowie eines angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG darstellt.

Wir haben eine **eigene Analyse** von in der Rechtsprechung herangezogenen Kriterien zur Beurteilung der hinreichenden Aussagekraft des Börsenkurses der KCO durchgeführt, die nachfolgend dargestellt wird.⁵⁹

7.1.2. Marktsegment

Wie unter Abschnitt 4.2. dieses Berichts erläutert, waren die Aktien der KCO zumindest bis zum 12. August 2026 und damit jedenfalls innerhalb des relevanten Referenzzeitraums vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026 einschließlich u.a. zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen.

Der regulierte Markt ist ein organisierter Markt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“). Die Zulassungsvoraussetzungen und die Folgepflichten der Teilnehmer sowie die Organisation des Handels selbst sind gesetzlich geregelt.

Der Prime Standard ist ein Teilbereich des regulierten Markts der Frankfurter Wertpapierbörse und stellt dort den Transparenzstandard mit den höchsten Anforderungen dar. Die Zugangsvoraussetzungen und die Folgepflichten sind insbesondere in §§ 48 ff. der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse geregelt. Danach bestehen u.a. Pflichten in Bezug auf den Jahresfinanzbericht, den Halbjahresfinanzbericht, Quartalsmitteilungen, den Unternehmenskalender, die Durchführung mindestens einer jährlichen Analystenveranstaltung außerhalb der Pressekonferenz zur Bekanntgabe der Jahresabschlusszahlen sowie die Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen.

⁵⁹ Die von uns durchgeführten Analysen zum Börsenkurs basieren auf den Handelsdaten der Börsenplätze des regulierten Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard), der XETRA-Börse als elektronischem Handelssystem der Frankfurter Wertpapierbörse und auf den Handelsdaten der Freiverkehrs-Börsen Düsseldorf, Berlin, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart und Tradegate.

Veröffentlichungen von Insiderinformationen nach Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung, „MAR“) oder nach vergleichbaren Vorschriften sind zeitgleich in englischer Sprache vorzunehmen. Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet Emittenten, Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich öffentlich bekanntzugeben. Nach Art. 7 MAR umfasst der Begriff der Insiderinformation insbesondere nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, die Preise dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Eine solche erhebliche Kursbeeinflussungseignung liegt vor, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Die Aktien der KCO waren insoweit in das gleiche Marktsegment einbezogen wie die Aktien der Unternehmen, auf die sich die zuvor dargestellten Entscheidungen des BGH bezogen; vgl. Abschnitt 7.1.1. dieses Berichts.

Uns liegen keine Erkenntnisse vor, dass die KCO gegen ihre Offenlegungspflichten verstoßen hätte.

Die Aktie der KCO wurde zudem zumindest von den folgenden 7 Finanzanalysten regelmäßig analysiert: Deutsche Bank AG, DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Kepler Cheuvreux SA, Landesbank Baden-Württemberg, B. Metzler seel. Sohn & Co. Aktiengesellschaft, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und ODDO BHF.

7.1.3. Kursverlauf der Aktie

Der Bewertungsgutachter hat analysiert, ob es in einem längeren Betrachtungszeitraum vor dem 27. März 2026 zu unerklärlichen Kursausschlägen der Aktie der KCO kam. Wir verweisen hierzu auf die ausführliche Darstellung im Bewertungsgutachten, Abschnitt 2.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters anhand der Marktinformationen der KCO sowie ergänzender Informationen zur allgemeinen Kapitalmarktentwicklung nachvollzogen.

Ob sich sämtliche potenziell kursrelevanten Informationen vollständig im Börsenkurs der Aktie der KCO niedergeschlagen haben, lässt sich aufgrund der Vielzahl teilweise gegenläufiger Einflussgrößen naturgemäß nicht abschließend beurteilen.

Vor dem Hintergrund dieser Einschränkung ergibt sich aus den analysierten unternehmensbezogenen und marktbezogenen Mitteilungen und Nachrichten gleichwohl kein Anhaltspunkt für wesentliche unerklärliche Kursausschläge der Aktie der KCO.

Anhaltspunkte für Kursmanipulationen ergaben sich ebenfalls nicht.

7.1.4. Keine Indizien für das Vorliegen einer Markteng

Bei der Frage der Eignung des Börsenkurses als Wertuntergrenze (vgl. hierzu auch Abschnitt 7.2. dieses Berichts) einer angemessenen Barabfindung wird regelmäßig im Ausgang auf die für die Frage der Markteng entwickelten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV abgestellt.

Danach ist ein inländischer Börsenkurs nicht zu berücksichtigen, wenn (kumulativ) während eines Referenzzeitraums von drei Monaten an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.

Im **Referenzzeitraum** von drei Monaten vor der Bekanntgabe der beabsichtigen Strukturmaßnahme am 27. März 2026, also vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026 (einschließlich) mit 62 möglichen Handelstagen wurden die Aktien der KCO nach unseren Analysen an allen 62 Tagen gehandelt. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen € 7,94 und € 12,00. Eine Aktienkursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag konnte lediglich vom 15. Januar 2026 auf den Folgetag festgestellt werden.⁶⁰ Die Abweichung war als Marktreaktion auf die Bekanntgabe der Unterzeichnung einer Zusammenschlussvereinbarung zwischen der KCO und WS und der darin festgelegten Absicht der WS, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an alle Aktionäre der KCO zu einem Preis von € 11,00 pro Aktie in bar abzugeben (wir verweisen auf Abschnitt 4.8. dieses Berichts), erklärbar.

Die in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV benannten Kriterien für die Nichtberücksichtigung eines Börsenkurses lagen in dem untersuchten Zeitraum kumulativ (und auch einzeln) nicht vor.

7.1.5. Liquidität

Das **Handelsvolumen**, also die Anzahl der gehandelten Aktien, lag in dem dreimonatigen Zeitraum vor dem 27. März 2026 bei insgesamt rd. 57,9 Mio. Aktien unter Einbezug

⁶⁰ Als Datengrundlage dieser Feststellungen dienten öffentlich einsehbare Handelsdaten der Internetseite „www.ariva.de“. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

aller deutschen Handelsplätze, bzw. bezogen allein auf den größten Handelsplatz, XETRA, bei insgesamt rd. 45,7 Mio. Aktien.

Bei 62 Handelstagen im Referenzzeitraum ergibt sich daraus eine rechnerische Anzahl von rd. 934,5 Tsd. Aktien pro Handelstag bzw. bezogen auf XETRA von rd. 737,5 Tsd. Aktien pro Handelstag; der Median lag bezogen auf XETRA bei rd. 169,0 Tsd. Aktien pro Handelstag.⁶¹

Der durchschnittliche **Handelsumsatz** pro Tag lag im dreimonatigen Zeitraum vor dem 27. März 2026 bei rd. € 10,2 Mio. bezogen auf alle deutschen Handelsplätze; bezogen auf XETRA ergab sich ein durchschnittlicher Handelsumsatz pro Tag in Höhe von rd. € 8,1 Mio.; der Median lag bezogen auf XETRA bei rd. € 4,0 Mio.

Der **Streubesitz** stellt die frei handelbaren Aktien eines Unternehmens dar. Nach der Deutschen Börse⁶² zählt eine einzelne Beteiligung dann nicht mehr zum Streubesitz, wenn die Beteiligung mehr als 5 % des Aktienkapitals umfasst.

Der Streubesitzanteil der KCO lag zu Beginn des dreimonatigen Referenzzeitraums vor dem 27. März 2026 bei rd. 50,7 % und zum Ende bei rd. 41,2%.⁶³

Die **Handelsquote**, bemessen aus dem Verhältnis der gehandelten Aktien zu dem gesamten Aktienbestand (vgl. Abschnitt 5.1. dieses Berichts), lag im Referenzzeitraum bei rd. 0,74 % im Durchschnitt der 62 Handelstage des betrachteten Zeitraums bezogen auf XETRA.

In Bezug auf die Beurteilung der Liquidität der Aktie der KCO haben wir neben den Handelstagen und dem Handelsvolumen eine Analyse der sog. **Geld-Brief-Spanne** (auch „Bid-Ask-Spread“) durchgeführt. Die Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen und wird üblicherweise in Prozent ausgedrückt. Sie ist ein verbreitetes Maß zur Bewertung der Geld- und Kapitalmarkteffizienz. Je niedriger die Spanne, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Werts eines Wertpapiers.⁶⁴

Dabei deutet ein geringer Bid-Ask-Spread auf niedrige Transaktionskosten für die Käufer und Verkäufer der Aktien hin und sichert zusammen mit einem ausreichenden

⁶¹ Durch die Verwendung unterschiedlicher Datenanbieter (Bloomberg; S&P Capital IQ) ergeben sich im Vergleich zum Bewertungsgutachter unwesentliche Abweichungen.

⁶² Börsenlexikon der Deutsche Börse AG, unter: <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/kontakt/boersenlexikon/boersenlexikon-article/Streubesitz-243300>, Abruf vom 20. Juli 2026.

⁶³ Die Ermittlung erfolgte auf Grundlage der veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen sowie Ad-Hoc-Mitteilungen.

⁶⁴ Deutsche Börse Group, Börsenlexikon, <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/kontakt/boersenlexikon/boersenlexikon-article/Geld-Brief-Spanne-250406>, Abruf vom 21. Juli 2026.

Handelsvolumen die Grundlage für eine schnelle sowie freie Preisbildung, womit die wesentliche Grundlage für einen unverzerrten Anpassungsprozess des Aktienkurses geschaffen ist.⁶⁵

Die durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne, d.h. der prozentuale Abstand zwischen Geldkurs und Briefkurs der Aktie der KCO, betrug im dreimonatigen Zeitraum vor dem 27. März 2026 bezogen auf XETRA rd. 0,29 %; der Median lag bei rd. 0,18 %. Auf Tagesebene lag die Geld-Brief-Spanne der Aktie der KCO in dem betrachteten Zeitraum zwischen rd. 0,12 % und rd. 0,84 % und damit an keinem Tag über 1,0 %. Die so gemessene Liquidität der Aktie lag im Hinblick auf den ermittelten durchschnittlichen Bid-Ask-Spread von rd. 0,29 % deutlich besser als die in der Rechtsprechung zur Liquidität einer Aktie im Zusammenhang mit der Berücksichtigung des eigenen Betafaktors herangezogenen Orientierungswerte. So nennt zum Beispiel das LG München I einen Bid-Ask-Spread von 1,25 % als Grenzwert.⁶⁶

Über einen längeren Zeitraum betrachtet, ergeben sich ergänzend folgende Liquiditätskennziffern der Aktie der KCO:

- Die Aktie der KCO wurde innerhalb der letzten 5 Jahre vor dem Referenzzeitraum an jedem möglichen Handelstag gehandelt.
- Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen lag in den 5 Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bezogen auf XETRA bei rd. 288,0 Tsd. Stück; der Median lag bei rd. 211,1 Tsd. Stück.
- Der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz lag in den 5 Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bezogen auf XETRA bei rd. € 2,7 Mio.; der Median lag bei rd. € 1,9 Mio.
- Die Handelsquote lag in den 5 Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bei rd. 0,29 % im Durchschnitt der Handelstage des betrachteten Zeitraums bezogen auf XETRA.
- Der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread lag in den 5 Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bezogen auf XETRA bei rd. 0,38 %; der Median lag bei rd. 0,32 %.

Wir verweisen bezüglich der Liquiditätsanalyse des Aktienkurses der KCO auch auf Abschnitt 8.3.3.3. dieses Berichts zur Analyse des Betafaktors der KCO.

⁶⁵ Vgl. Franken/Schulte WPg 2010, 1115.

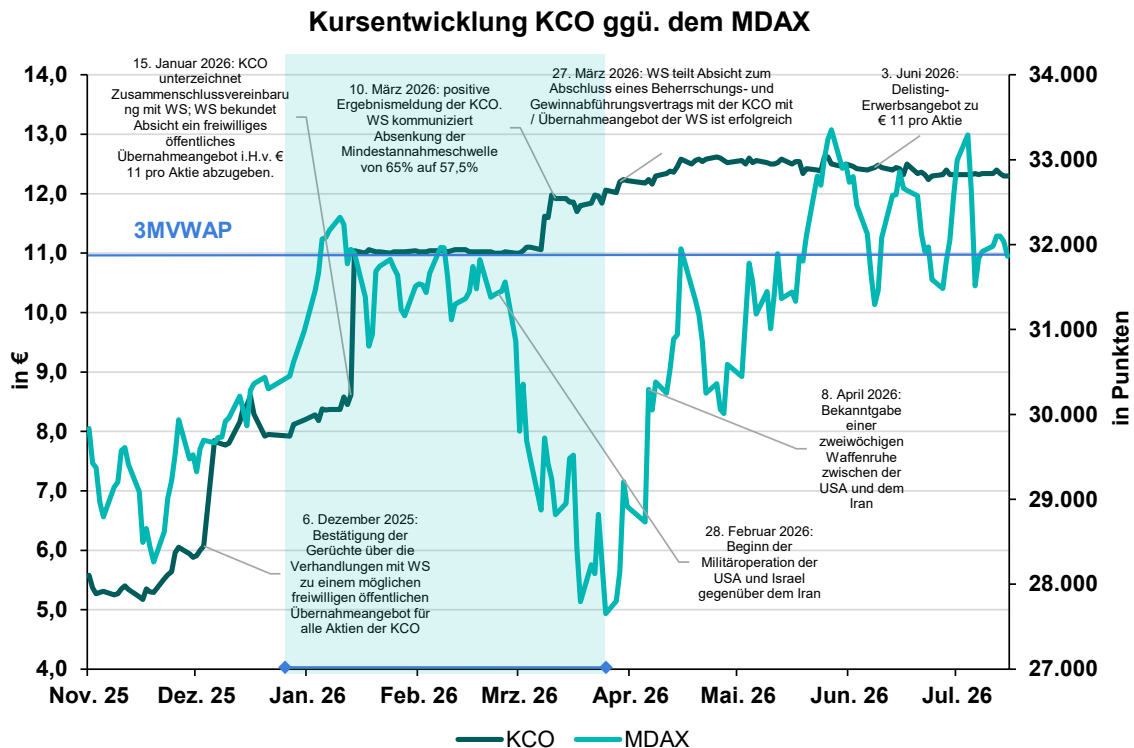
⁶⁶ Vgl. Landgericht München v. 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15.

7.1.6. Ergebnis der Analysen

Nach unserer Beurteilung ergibt sich aus der spezifischen Ausprägung der untersuchten Kriterien, welche die Rechtsprechung in den bisher entschiedenen Fällen zur effektiven Informationsbewertung und damit zur Berücksichtigung des Börsenkurses als (alleiniger) Schätzgrundlage des Unternehmenswertes bzw. der Ableitung der angemessenen Abfindung und als Grundlage zur Ableitung des angemessenen Ausgleichs für relevant hält, dass der Börsenkurs der KCO eine effektive Informationsbewertung in diesem Sinne gewährleistet.

So wurde insb. die Aktie der KCO im selben Marktsegment gehandelt, wie die in den vom BGH entschiedenen Fällen und es gab keine offensichtlich unerklärlichen wesentlichen Kursausschläge im Referenzzeitraum. Die Aktie der KCO wurde zudem an jedem möglichen Börsentag gehandelt, mithin fand der Handel nicht an nur wenigen Börsentagen statt. Anhaltspunkte für eine mögliche Marktenge ergaben sich weder aus den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO noch aus den weiteren untersuchten Liquiditätskriterien der Aktie.

Ungeachtet dessen ist aus dem Kursverlauf der Aktie der KCO zu erkennen, dass dieser seit der Ad-Hoc-Mitteilung der KCO vom 6. Dezember 2025, vgl. Abschnitt 4.8. dieses Berichts, mithin für den gesamten Referenzzeitraum, offensichtlich durch den Übernahmeprozess beeinflusst war und sich seit der Ad-Hoc-Mitteilung vom 15. Januar 2026 nahe am bzw. über dem angekündigten Angebotspreis von € 11,00 bewegte.



Der BGH stellte hierzu fest, dass ein durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrter Börsenkurs nicht gegen dessen Verwendung als Schätzgrundlage zur Unternehmensbewertung spräche. Dies gelte auch dann, wenn der originäre Betafaktor aufgrund derselben Einflüsse für Zwecke der Ertragswertberechnung als verzerrt und daher nicht verwertbar angesehen werde; zum Betafaktor verweisen wir auf Abschnitt 8.3.3.3. dieses Berichts. Maßgeblich sei insoweit, dass ein nach oben verzerrter, die operative Ertragskraft des Unternehmens ggf. übersteigender Börsenkurs die Anteilsinhaber nicht schlechter stelle.⁶⁷

Vor diesem Hintergrund kann der Börsenkurs vorliegend eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG sein und der Börsenwert kann eine Grundlage für den gem. § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein.

7.1.7. IDW S 17

Der IDW S 17 stellt **die Auffassung des IDW** dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation im Rahmen aktien-

⁶⁷ Vgl. BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rn. 39.

und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung des Börsenkurses im Hinblick auf den rechtlich geforderten „wahren“ Wert vorzunehmen hat.⁶⁸

Der IDW S 17 stellt hierbei ebenfalls für den Börsenkurs unter Orientierung an der Rechtsprechung des BGH auf einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs innerhalb eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Stichtag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (sog. Börsenkurstichtag) ab.⁶⁹

Zur Einordnung, ob im konkreten Einzelfall begründete Zweifel an der Angemessenheit des Börsendurchschnittskurses bestehen und ob insbesondere eine ausreichende Informationsverarbeitung und eine ausreichende Liquidität zu bejahen oder zu verneinen ist, stellt der IDW S 17 einen Kriterienkatalog mit mehreren Indikatoren zur Verfügung.⁷⁰

Zur besseren Strukturierung der Analysen und Beurteilungen werden die Ergebnisse der im Rahmen der verschiedenen Kriterien durchzuführenden Beurteilungshandlungen mit zum Ausschluss des Börsenkurses führenden („roten“), kritischen („gelben“) oder unkritischen („grünen“) Ausprägungen belegt. Die einzelnen Kriterien sind jeweils auf die möglichen Ausprägungen hin zu analysieren.⁷¹

- Liegt mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden.
- Sofern mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt, ist in jedem Fall auch eine Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 erforderlich. Der Wirtschaftsprüfer hat dann eigenverantwortlich zu beurteilen, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 maßgeblich als „wahrer“ Wert heranzuziehen ist.
- Sofern die Ausprägungen aller Beurteilungskriterien als grün beurteilt werden, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.

⁶⁸ IDW S 17, Tz. 1, 5.

⁶⁹ IDW S 17, Tz. 19.

⁷⁰ IDW S 17, Tz. 24.

⁷¹ IDW S 17, Tz. 32 ff.

Der IDW S 17 führt folgende Beurteilungskriterien auf:⁷²

- **Anteilseignerstruktur:** In ökonomisch dominierten Situationen können nach der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und auch der Praxis Interessen- und Anreizkonflikte insb. bei bestehenden Informationsasymmetrien auftreten. Eine Orientierung für das Vorhandensein ökonomisch dominierender oder kontrollierender Anteilseigner bieten die im Zusammenhang mit dem Vorliegen eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelten Kriterien vor allem der unmittelbaren oder mittelbaren Stimmrechtsmehrheit.
- **Liquidität:** Die Messung der Liquidität von Wertpapieren dient dazu, die Markteffizienz zu bewerten und die Belastbarkeit der Marktdaten zu beurteilen. In einem liquiden Markt kann davon ausgegangen werden, dass neue Informationen i.d.R. schnell verarbeitet und in den Kursen reflektiert werden. Somit ist bei einem liquiden Markt die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung hoch. Ein Wertpapiermarkt gilt als liquide, wenn an diesem schnell, einfach und ohne signifikante Preisänderungen Wertpapiere in großen Mengen gekauft und verkauft werden können.
- **Marktabdeckung:** Professionelle Marktbeobachter wie bspw. Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer sammeln und würdigen Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren ihre Einschätzungen hierzu. Das Vorliegen einerseits einer Vielzahl von Marktmeinungen, die andererseits im Einzelfall relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter widerspiegeln, erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert.
- **Umfang der Berichterstattung:** Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen ist eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs eines Wertpapiers.
- **Stichtagsprinzip:** Nach den gesetzlichen Vorgaben sind die Verhältnisse des Unternehmens im Zeitpunkt der Beschlussfassung seiner Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme zu berücksichtigen. Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkurstichtag die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.
- **Kursbeeinflussung:** Der Betrachtungszeitraum ist auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.

⁷² IDW S 17, Tz. 36 ff.

Die dargestellten Beurteilungskriterien stehen nach Auffassung des IDW nicht in einem hierarchischen Verhältnis und sind im Hinblick auf ihre jeweilige Analysestoßrichtung und die damit verbundenen Aussagen nicht überschneidungsfrei. Bei den Beurteilungskriterien ist dabei mit Ausnahme der Anteilseignerstruktur sowie des Stichtagsprinzips jeweils auf die Entwicklungen innerhalb des Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Stichtag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen:

- Beim Kriterium der Anteilseignerstruktur kann es bei Strukturmaßnahmen in der Folge von öffentlichen Übernahmen unter bestimmten Umständen sachgerecht sein, einen verlängerten Betrachtungshorizont mit einzubeziehen.
- Für die Beurteilung der Einhaltung des Stichtagsprinzips sind hingegen die Entwicklungen bis zum Bewertungsstichtag zu berücksichtigen.⁷³

Unsere Analysen ergeben im Hinblick auf die Beurteilungskriterien des IDW S 17 folgende Ergebnisse:

- **Anteilseignerstruktur:** Der beabsichtigte Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags folgt im zeitlichen Zusammenhang mit dem vorangegangenen Übernahmeangebot durch die WS, durch das diese erst die Stimmenmehrheit an der KCO erlangte; vgl. Abschnitt 4.8. dieses Berichts.

Zuvor hielt die SWOCTEM GmbH einen Aktienanteil in Höhe von rd. 41,53 % an der KCO.

Eine Orientierung für das Vorhandensein ökonomisch dominierender oder kontrollierender Anteilseigner nach IDW S 17 bieten die im Zusammenhang mit dem Vorliegen eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelten Kriterien vor allem der unmittelbaren oder mittelbaren Stimmrechtsmehrheit.

Eine unmittelbare oder mittelbare Stimmrechtsmehrheit lag vor dem Vollzug des Übernahmeangebots nicht vor.

Gleichwohl erstellte die KCO ausweislich des Geschäftsberichts für das Geschäftsjahr 2025 einen sog. Bericht des Vorstands über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen (nachfolgend auch „Abhängigkeitsbericht“ genannt) aufgrund der bestehenden Beteiligung der SWOCTEM GmbH. Nach § 312 AktG hat der Vorstand einer abhängigen Aktiengesellschaft einen solchen Abhängigkeitsbericht aufzustellen, wenn kein Beherrschungsvertrag mit dem herrschenden

⁷³ IDW S 17, Tz. 30.

Unternehmen besteht. Abhängige Unternehmen sind nach § 17 AktG rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen (herrschendes Unternehmen) unmittelbar oder mittelbar beherrschenden Einfluss ausüben kann; von einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird vermutet, dass es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist. Nach herrschender Auffassung kann auch eine unterhalb der Stimmenmehrheit liegende Beteiligung einen beherrschenden Einfluss begründen, wenn sie aufgrund der Aktionärsstruktur und der regelmäßig zu erwartenden Hauptversammlungspräsenz mit hoher Wahrscheinlichkeit eine faktische Hauptversammlungsmehrheit vermittelt.⁷⁴

Wie unter Abschnitt 4.8. dieses Berichts ausführlich dargestellt, hat die SWOCTEM GmbH ihre Aktien zum Angebotspreis, der sich aus dem Ergebnis von Verhandlungen mit Worthington Steel ergab, in das Übernahmeangebot eingebracht. Insoweit ergeben sich keine ökonomischen Interessen- oder Anreizkonflikte aus der (ehemaligen) Anteilseignerschaft der SWOCTEM GmbH. Ebenfalls ist im Hinblick auf mögliche Informationsasymmetrien, die sich aus der (ehemaligen) Anteilseignerschaft der SWOCTEM GmbH ggf. ergeben haben vor diesem Hintergrund nicht ableitbar, dass wesentliche wert- oder preisrelevante Informationen in dem Angebotspreis nicht reflektiert wären.

Vor diesem Hintergrund ist das Beurteilungskriterium Anteilseignerstruktur im Sinne des IDW S 17 als grün einzustufen.

- **Liquidität:** Als mögliche Kriterien zur Beurteilung der Liquidität einer Aktie führt der IDW S 17 die relative Geld-Brief-Spanne, das relative und absolute Handelsvolumen pro Tag, den Handelsumsatz pro Tag, sowie die Anzahl der Handeltage oder den Streubesitz an. Zu den ermittelten Liquiditätskennziffern für die Aktie der KCO verweisen wir auf Abschnitt 7.1.5. dieses Berichts. Im Rahmen der Vorgaben des IDW S 17 soll eine Beurteilung der Liquiditätskennziffern der relevanten Aktie im Vergleich zu der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX erfolgen.

⁷⁴ Vgl. Bayer in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Aufl. 2024, § 17 AktG, Rn. 35.

Danach ergibt sich folgendes Bild für den Referenzzeitraum vor dem 27. März 2026:

KCO	KCO	MDAX
Liquiditätskriterien		
Relative Geld-Brief-Spanne Mittelwert	0,3%	0,4%
Relative Geld-Brief-Spanne Median	0,2%	0,3%
Handelsvolumen pro Tag der ausgegebenen Aktien	0,7%	0,3%
Handelsvolumen pro Tag Mittelwert	737,5 Tsd.	713,8 Tsd.
Handelsvolumen pro Tag Median	169,0 Tsd.	604,3 Tsd.
Handelsumsatz pro Tag Mittelwert	€ 8,1 Mio.	€ 16,0 Mio.
Handelsumsatz pro Tag Median	€ 4,0 Mio.	€ 13,8 Mio.
Handelstage/Börsentage	100%	n.a.
Streubesitzanteil (zu Beginn/Ende des dreimonatigen Referenzzeitraums bzw. im Durchschnitt)	50,7%/41,2%	56,7%

Wenngleich die Ausprägungen der einzelnen Liquiditätskriterien der Aktie der KCO im Vergleich zu den Aktien der im MDAX notierten Unternehmen nicht einheitlich ausfällt, ist insb. vor dem Hintergrund der relativen Geld-Brief-Spanne und des Verhältnisses der Handelstage zu möglichen Börsentagen nicht auf eine eingeschränkte Liquidität der Aktie der KCO im Referenzzeitraum zu schlussfolgern.

Das Beurteilungskriterium Liquidität ist daher im Sinne des IDW S 17 als grün einzustufen.

- **Marktabdeckung:** Die Aktie der KCO wurde von mehreren Finanzanalysten regelmäßig beobachtet und bewertet, vgl. Abschnitt 7.1.2. dieses Berichts. Damit lagen fortlaufend externe Einschätzungen zur Geschäftsentwicklung, zur Bewertung und zu den Kurszielen der Aktie vor, die grundsätzlich zur Informationsverarbeitung durch die Kapitalmarktteilnehmer beitragen konnten.

Zwar wichen die Empfehlungen und Kursziele der Analysten im dreimonatigen Zeitraum vor dem 27. März 2026 teilweise voneinander ab. Diese Abweichungen sind jedoch vor dem Hintergrund unterschiedlicher Veröffentlichungszeitpunkte der jeweiligen Analystenreports und des laufenden Übernahmeprozesses durch WS aus unserer Sicht nicht zu beanstanden.

Vor der Ad-Hoc-Mitteilung der KCO am 6. Dezember 2025 lag der Mittelwert der jeweils letzten verfügbaren Analystenschätzungen in Bezug auf das Kursniveau der Aktie von KCO bei € 7,44, der Median bei € 7,50.

Das Kriterium Marktabdeckung ist aus unserer Sicht als grün zu beurteilen.

- **Umfang der Berichterstattung:** Die Aktie der KCO war während des gesamten Referenzzeitraums im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Wir verweisen auch auf Abschnitt 7.1.2. dieses Berichts.

Das Kriterium Umfang der Berichterstattung ist daher aus unserer Sicht als grün zu beurteilen.

- **Stichtagsprinzip:** Wie bereits im Rahmen des Beurteilungskriteriums zur Anteilseignerstruktur und dem Abschnitt 4.8. dieses Berichts im Zusammenhang mit den Vorerwerben erläutert, ist der Aktienkurs der KCO im Referenzzeitraum durch den Übernahmeprozess und die Höhe des Angebotspreises nach oben beeinflusst. Dies wird unmittelbar aus dem Kursverlauf und Kursniveau der Aktie der KCO vor dem 6. Dezember 2025 bzw. danach dann deutlich; wir verweisen auf Abschnitt 7.1.6. dieses Berichts. Über den beabsichtigten Verkauf der Becker Gruppe wurde am 15. Januar 2026 im Rahmen einer Presseinformation der KCO informiert. Anhaltspunkte für eine wesentliche Verbesserung der operativen und finanziellen Struktur des Unternehmens und der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Tag der Zeichnung unseres Prüfungsberichts ergaben sich nicht.

Das Kriterium Stichtagsprinzip ist daher aus unserer Sicht als grün zu beurteilen.

Zum Bewertungsstichtag, mithin den Tag der Hauptversammlung am 23. Oktober 2026, ist eine Aktualisierung der Beurteilung dieses Kriteriums durchzuführen.

- **Kursbeeinflussung:** In Bezug auf die Entwicklung des Aktienkurses der Aktie der KCO verweisen wir auf Abschnitt 7.1.3. und Abschnitt 7.1.6. dieses Berichts.

Wie dort bereits ausgeführt, ergaben sich keine Anhaltspunkte für unerklärliche Kursausschläge der Aktie der KCO; der Kursverlauf war im Referenzzeitraum vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026 jedoch maßgeblich durch den Übernahmeprozess durch WS geprägt. Der Aktienkurs lag im Referenzzeitraum damit sehr deutlich oberhalb des Aktienkursverlaufs vor dem 6. Dezember 2025, mithin des Datums der Ad-Hoc-Mitteilung der KCO zur Bestätigung von Gerüchten über Verhandlungen mit WS zu einem möglichen freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot. Seitdem wurde der Aktienkurs offensichtlich weniger von der bis dahin von den Marktteilnehmern erwarteten Ertragskraft oder Renditeerwartung der KCO als vielmehr von der Übernahmesituation, dem am 15. Januar

2026 mitgeteilten voraussichtlichen Angebotspreis, einer darin enthaltenen Übernahmeprämie und daran ansetzenden Abfindungsspekulationen im Zusammenhang mit weitergehenden möglichen Strukturmaßnahmen geprägt.

Wenngleich vor diesem Hintergrund der Kursverlauf im Referenzzeitraum damit nicht mehr durch die erwartete Ertragskraft oder Renditeerwartung der Investoren geprägt war, ist die eingetretene Kursentwicklung jedoch durch die Informationen zu KCO zur Übernahmesituation erklärbar. Ein Abstellen auf den Börsenkurs ist auch insoweit nicht zu beanstanden, als dass durch den Übernahmeprozess der Aktienkurs jedenfalls nach oben, mithin zugunsten der außenstehenden Aktionäre, beeinflusst war.

Das Kriterium Kursbeeinflussung ist insoweit als grün im Sinne des IDW S 17 zu werten.

Unsere Analysen ergeben im Hinblick auf die Beurteilungskriterien des IDW S 17 damit vor dem Hintergrund der Übernahmesituation durch WS insgesamt eine grüne Ausprägung.

Ungeachtet dessen hat der Bewertungsgutachter auftragsgemäß neben der börsenkursbasierten Betrachtung zur Plausibilisierung auch einen Zukunftserfolgswert, vorliegend u.a. in Form eines Ertragswerts, ermittelt.

7.2. Börsenkurs als Untergrenze einer angemessenen Abfindung

In Anwendung des Beschlusses des BVerfG⁷⁵ ist der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass außenstehende Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Der Börsenkurs ist jedoch nicht heranzuziehen, wenn dieser nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

⁷⁵ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

Nach einem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.⁷⁶

Wie unter Abschnitt 7.1.1. dieses Berichts erläutert, markiert auf der Grundlage der jüngeren Rechtsprechung des BGH der Börsenkurs ggf. eine Untergrenze der Barabfindung, wenn für die Bemessung der Abfindung nicht ausschließlich auf den Börsenkurs abgestellt werden kann. Wir haben dennoch nachfolgend dargestellt, welcher Börsenkurs als Untergrenze in einem solchen Fall maßgeblich wäre.

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der KCO als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Wie unter Abschnitt 7.1.1. dieses Berichts erläutert, beträgt für den Dreimonatszeitraum vor dem 27. März 2026, d.h. vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026 einschließlich, der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte gültige Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebV € 10,98 je Aktie.

Aufgrund der unter Abschnitt 7.1.4. dieses Berichts dargestellten Handelsaktivitäten sehen wir keine überzeugenden Anhaltspunkte dafür, den Börsenkurs nach den vorgenannten Kriterien des BVerfG und der darauffolgenden Rechtsprechung der Zivilgerichte als nicht maßgeblich zur Bestimmung einer Abfindungsuntergrenze heranzuziehen. Eine Manipulation der Börsenkurse haben wir nicht festgestellt.

Der BGH⁷⁷ hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann nicht per se für sachgerecht, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann soll der Börsenwert gegebenenfalls entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein.

Der Zeitraum zwischen dem 27. März 2026 und der beabsichtigten Hauptversammlung der KCO am 23. Oktober 2026 beträgt knapp 7 Monate.

⁷⁶ BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁷⁷ Vgl. BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an.

Die instanzgerichtliche Rechtsprechung ist uneinheitlich.⁷⁸ So wurde ein Zeitraum von 7 Monaten und 8 Tagen als längerer Zeitraum angesehen, ein Zeitraum von weniger als 7 Monaten hingegen nicht.⁷⁹

Wir konnten vorliegend nicht feststellen, dass sich der Termin für die beabsichtigte Beschlussfassung über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ohne sachlichen Grund verzögert hätte.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist vor diesem Hintergrund nicht geboten.

⁷⁸ Vgl. Koch, in: Koch, Aktiengesetz, 20. Aufl. 2026, § 305 Rn. 54 (m.w.N.).

⁷⁹ Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 27. August 2020, 21 W 59/19; Saarländisches OLG v. 11. Juni 2014, 1 W 18/13.

8. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung des Zukunftserfolgs werts

8.1. Markt- und Wettbewerbsumfeld

8.1.1. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern wie des Bruttoinlandsprodukts und der Verbraucherpreise erfolgen regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene.

Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden auch „IMF“ genannt), die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, aber auch die großen Privatbanken.

Da der für Klöckner & Co-Konzern relevante Markt im Wesentlichen in Nordamerika sowie in der DACH-Region liegt, beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen auf die Darstellung der wirtschaftlichen Entwicklung dieser Regionen.

Die jährliche Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex stellt sich wie folgt dar:

Bruttoinlandsprodukt (real) Wachstum in %	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025	Prognose 2026	Prognose 2027	Prognose 2028	Prognose 2029
Deutschland	- 0,9	- 0,5	0,2	0,7	1,0	1,2	0,9
Schweiz	0,9	1,4	1,3	1,3	1,3	1,8	1,2
Österreich	- 0,8	- 0,7	0,6	0,7	1,0	1,3	1,1
Europäische Union	0,6	1,2	1,6	1,2	1,4	1,6	1,5
USA	2,9	2,8	2,1	2,3	2,2	2,1	1,9
Mexiko	3,1	1,5	0,5	1,2	1,9	2,1	2,0
Weltwirtschaft	3,3	3,5	3,5	3,0	3,4	3,2	3,2

Quelle: IMF, World Economic Outlook, April und Juli 2026.

Inflation Wachstum in %	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025	Prognose 2026	Prognose 2027	Prognose 2028	Prognose 2029
Deutschland	6,0	2,5	2,3	2,7	2,3	2,0	2,2
Schweiz	2,1	1,1	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7
Österreich	7,7	2,9	3,6	2,5	2,6	2,1	2,1
Europäische Union	6,3	2,5	2,5	2,8	2,4	2,4	2,1
USA	4,1	3,0	2,7	3,6	2,4	2,2	2,2
Mexiko	5,5	4,7	3,8	3,9	3,4	3,0	3,0
Weltwirtschaft	6,7	5,8	4,1	4,7	3,9	3,4	3,2

Quelle: IMF, World Economic Outlook, April und Juli 2026.

In **Deutschland** zeigen die IMF-Daten seit 2023 zunächst eine rückläufige bzw. schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung, die erst ab 2025 wieder in ein geringes positives Wachstum übergeht. Auch die weitere Prognose ist relativ verhalten: Für die Jahre 2026 und 2027 werden Wachstumsraten von 0,7 % bzw. 1,0 % erwartet; für 2029 wird ein reales BIP-Wachstum von 0,9 % prognostiziert.⁸⁰ Das Kieler Institut für Weltwirtschaft (im Folgenden „IfW“) erwartete in seiner Sommerprognose 2026 ein preisbereinigtes BIP-Wachstum von 0,8 % im Jahr 2026 und 1,0 % im Jahr 2027. Die deutsche Wirtschaft wird dabei von gegenläufigen Kräften bestimmt: Expansive fiskalpolitische Impulse wirken stützend, während höhere Rohstoffpreise infolge der geopolitischen Eskalation im Nahen Osten, strukturelle Hemmnisse im verarbeitenden Gewerbe und eine relative Schwäche der Wettbewerbsfähigkeit die konjunkturelle Dynamik tendenziell belasten.⁸¹

Österreich und die **Schweiz** wiesen nach den Daten des IfW ebenfalls ein verhaltenes, jedoch unterschiedlich ausgeprägtes Umfeld auf. Seit 2023 zeigte Österreich zunächst eine rückläufige reale Entwicklung, während die Schweiz durchgehend positive, aber moderate Wachstumsraten aufwies; zugleich blieb die Inflation in der Schweiz deutlich niedriger als in Österreich. Nach einem Rückgang des BIP im Jahr 2024 und einer Erholung auf 1,0 % im Jahr 2025 weist die IfW-Prognose für Österreich auch für 2026 ein moderates Wachstum von 1,0 % sowie von 1,3 % im Jahr 2027 aus;⁸² nach den IMF-Daten wird für 2027 ein reales BIP-Wachstum von 1,0 % und darüber hinaus bis 2029 1,1 % erwartet. Die Verbraucherpreisinflation lag im Jahr 2024 bei 2,9 % und stieg auf 3,6 % im Jahr 2025. Anschließend wird bis 2029 eine rückläufige Inflationsrate auf rd. 2,1 % im Jahr 2029 erwartet.⁸³ Für die Schweiz erwartet das IfW ausgehend von 1,4 % in den Jahren 2024 und 2025 ein BIP-Wachstum von 0,8 % im Jahr 2026 und 1,0 % im Jahr 2027.⁸⁴ Nach den IMF-Daten wird für 2029 ein reales BIP-Wachstum von 1,2 % für die Schweiz erwartet.⁸⁵ Die Inflation wird weiterhin deutlich unterhalb des Niveaus der übrigen betrachteten europäischen Länder erwartet: Für 2029 wird eine Inflationsrate von 0,7 % für die Schweiz prognostiziert.⁸⁶ Damit zeigt sich innerhalb der DACH-Region ein differenziertes Bild aus stärker industrie- und energiepreisbelasteten Märkten in Deutschland und Österreich sowie einem niedrigeren Inflationsumfeld in der Schweiz.

⁸⁰ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, April und Juli 2026; Table 1.

⁸¹ Vgl. Kiel Institut für Weltwirtschaft, Kieler Konjunkturberichte Nr. 134, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2026, 10. Juni 2026, S. 1 ff. und Tabelle 1.

⁸² Vgl. Kiel Institut für Weltwirtschaft, Kieler Konjunkturberichte Nr. 134, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2026, 10. Juni 2026, S. 1 ff. und Tabelle 1.

⁸³ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, April und Juli 2026; Table 1.

⁸⁴ Vgl. Kiel Institut für Weltwirtschaft, Kieler Konjunkturberichte Nr. 134, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2026, 10. Juni 2026, S. 1 ff. und Tabelle 1.

⁸⁵ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, April 2026.

⁸⁶ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, April und Juli 2026; Table 1.

Die **USA** stellten sich im bisherigen Verlauf seit 2023 gesamtwirtschaftlich widerstandsfähiger dar als die europäischen Länder. Maßgeblich hierfür war eine durchgehend positive reale Wachstumsdynamik, die nach Einschätzung des IfW insbesondere durch die Stellung der USA als Nettoexporteur von Energierohstoffen, Impulse aus dem Rohstoffsektor, öffentliche Aufträge sowie technologiegetriebene Investitionen gestützt wurde.⁸⁷ Diese Faktoren sprechen dafür, dass die US-Konjunktur weniger stark von den in Europa ausgeprägteren Energie- und Rohstoffpreisbelastungen betroffen war. Für den Prognosezeitraum erwarten sowohl IMF als auch IfW weiterhin ein stabiles reales Wachstum, wenngleich gegenüber dem Jahr 2024 auf moderaterem Niveau; der IMF prognostiziert für 2026 und 2027 reale Wachstumsraten von 2,3 % bzw. 2,2 %⁸⁸, während das IfW für 2026 und 2027 jeweils 2,1 % ausweist.⁸⁹

Innerhalb der Nachfragekomponenten zeigt sich jedoch kein einheitliches Bild: Während insbesondere Ausrüstungsinvestitionen und Investitionen in geistige Eigentumsrechte nach Einschätzung des IfW deutlich zur Expansion beitragen, werden gewerbliche Bauten und Wohnbauten rückläufig erwartet.⁹⁰

Inflationsseitig bleiben die USA stark belastet, nach Einschätzung des IfW erhöhte sich der Preisauftrieb in den Vereinigten Staaten besonders deutlich, da Kraftstoffpreise aufgrund des niedrigen Steueranteils an den Endverbraucherpreisen stärker auf Rohölpreisänderungen reagieren und Kraftstoffe ein vergleichsweise hohes Gewicht im Warenkorb haben.⁹¹ Die Inflation bleibt nach Einschätzung des IMF im Prognosezeitraum erhöht; für die USA wird für 2026 eine Inflationsrate von 3,6 % und für 2027 von 2,4 % prognostiziert.⁹²

Insgesamt ergibt sich für die USA damit ein gesamtwirtschaftlich vergleichsweise robustes Marktumfeld, das durch energie- und technologiebezogene Wachstumsimpulse gestützt wird, gleichzeitig begrenzen die erhöhte Inflation, ein weiterhin restriktives Zinsumfeld sowie rückläufige Entwicklungen in bau- und immobiliennahen Branchen.

Für **Mexiko** zeigte sich seit 2023 eine deutliche Abschwächung der realen Wachstumsdynamik; ab 2026 wird wieder eine schrittweise Erholung erwartet. Die schwächere Entwicklung war nach Einschätzung der OECD breit angelegt: Zu Beginn des Jahres 2026 ging das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,6 % zurück,

⁸⁷ Vgl. IfW Kiel, Weltwirtschaft im Sommer 2026, S. 10.

⁸⁸ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, Juli 2026, S. 12; Annex Table 1, S. 14.

⁸⁹ Vgl. IfW Kiel, Weltwirtschaft im Sommer 2026, Tabelle 2.1, S. 22.

⁹⁰ Vgl. IfW Kiel, Weltwirtschaft im Sommer 2026, Tabelle 2.1, S. 22.

⁹¹ Vgl. IfW Kiel, Weltwirtschaft im Sommer 2026, S. 5 f.

⁹² Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, Juli 2026, Tabelle 1, S. 12. Annex 10.

wobei Industrie, Landwirtschaft und Dienstleistungen gleichermaßen rückläufig waren. Die private Konsumnachfrage wurde zudem durch eine verlangsamte formale Beschäftigungsentwicklung gedämpft, während private Investitionen infolge erhöhter innen- und außenwirtschaftlicher Unsicherheit sowie weiterhin restriktiver Finanzierungsbedingungen verhalten blieben.⁹³ Die von den USA eingeführten Handelszölle verstärkten diese außenwirtschaftliche Unsicherheit und wirkten damit zusätzlich dämpfend auf die Investitionsbereitschaft, insbesondere mit Blick auf exportorientierte Sektoren wie die Automobil-, Stahl-, Aluminium- und kupferbezogene Industrie.⁹⁴

Für den Prognosezeitraum wird gleichwohl eine schrittweise Stabilisierung erwartet. Stützend wirken nach Einschätzung der OECD insbesondere die niedrige Arbeitslosigkeit, eine rückläufige Inflation sowie die bereits erfolgten Zinssenkungen, die die Binnen- nachfrage mit zeitlicher Verzögerung entlasten dürften. Gleichzeitig bleibt die Erholung begrenzt, da die Investitionstätigkeit weiterhin durch politische Unsicherheit, globale Handelskonflikte und die fiskalische Konsolidierung belastet wird; öffentliche Investitionen bleiben infolge der angestrebten Defizitreduzierung gedämpft.⁹⁵

Der IMF erwartet nach einem schwachen Wachstum von 0,5 % im Jahr 2025 eine Erholung auf 1,2 % im Jahr 2026 und 1,9 % im Jahr 2027; für 2029 wird ein reales BIP-Wachstum von 2,0 % prognostiziert.⁹⁶

Inflationsseitig weisen IMF und IfW für Mexiko weiterhin ein erhöhtes, jedoch rückläufiges Preismfeld aus. Nach den Ist-Werten bis 2025 ging der Preisauftrieb gegenüber dem erhöhten Niveau der Vorjahre zurück, blieb jedoch weiterhin oberhalb des mittelfristig angestrebten Stabilitätsniveaus. Für den Prognosezeitraum erwartet das IfW Verbraucherpreissteigerungen von 4,1 % im Jahr 2026 und 3,5 % im Jahr 2027.⁹⁷ Die Entwicklung bleibt damit verhalten, verbessert sich jedoch gegenüber dem schwachen Jahr 2025.⁹⁸ Der IMF geht ebenfalls von einer weiteren Normalisierung aus und prognostiziert für 2029 eine Inflationsrate von 3,0 %.⁹⁹ Qualitativ wird diese Entwicklung durch die OECD dahingehend eingeordnet, dass die mexikanische Inflation Anfang 2026 wieder Anzeichen eines Anstiegs zeigte und insbesondere Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, anhaltende Dienstleistungspreis-inflation sowie oberhalb des Inflationsziels liegende

⁹³ Vgl. OECD, *Economic Outlook*, Juni 2026, Mexico Country Note, S. 227 ff.

⁹⁴ Vgl. OECD, *Economic Outlook*, Juni 2026, Mexico Country Note, S. 227 ff.

⁹⁵ Vgl. OECD, *Economic Outlook*, Juni 2026, Mexico Country Note, S. 227 ff.

⁹⁶ Vgl. IMF, *World Economic Outlook Update*, Juli 2026, Annex Table 1, S. 14; April 2026.

⁹⁷ Vgl. IfW Kiel, *Weltwirtschaft im Sommer 2026*, Tabelle 8.3, S. 30.

⁹⁸ Vgl. IMF, *World Economic Outlook Update*, April 2026; Kiel Institut für Weltwirtschaft, Kieler Konjunkturberichte Nr. 133, *Weltwirtschaft im Sommer 2026*, 10. Juni 2026, Datenanhang, Tabelle 8.3.

⁹⁹ Vgl. IMF, *World Economic Outlook Update*, April 2026.

Inflationserwartungen als belastende Faktoren genannt werden. Gleichzeitig verweist die OECD darauf, dass Maßnahmen zur Stabilisierung der Endkundenpreise für Kraftstoffe kostendämpfend wirkten und die Kaufkraft der privaten Haushalte stützten.¹⁰⁰

Seit 2023 zeigte die **Weltwirtschaft** ein insgesamt relativ stabiles reales Wachstum, während die globale Inflation nach dem hohen Niveau der Jahre 2023 und 2024 sukzessive zurückging. Auf Grundlage des IMF World Economic Outlook Update Juli 2026 wird für die Weltwirtschaft jedoch wieder ein Anstieg der Verbraucherpreisinflation von 4,1 % im Jahr 2025 auf 4,7 % im Jahr 2026 erwartet, bevor es dann 2027 zu einem weiteren Rückgang auf 3,9 % kommen soll. Für 2029 erwartet das IMF für die Weltwirtschaft eine Inflationsrate von 3,2 %.¹⁰¹

Insgesamt ergibt sich damit aus den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen ein regional differenziertes Bild. Während die USA und perspektivisch auch Mexiko ein vergleichsweise robusteres Umfeld für das nordamerikanische Geschäft aufweisen, ist das europäische Umfeld weiterhin durch eine nur schrittweise gesamtwirtschaftliche Erholung, erhöhte Energie- und Rohstoffpreisrisiken sowie ein anspruchsvolleres Finanzierungsumfeld geprägt.

8.1.2. Branchenspezifisches Umfeld

Der Klöckner & Co-Konzern gehört nach eigenen Angaben zu den größten produzentenunabhängigen Metallverarbeitern und führenden Service-Center-Unternehmen. Das Geschäftsmodell ist durch eine Stellung zwischen Metallerzeugern und Metallverbrauchern gekennzeichnet.

Die Stahlindustrie ist durch eine hohe **Zyklizität** geprägt, das bedeutet, dass Stahlpreise und damit Gewinne überproportional auf Veränderungen der allgemeinen Wirtschaftslage reagieren. Nachfrage, Preise, Margen und Gewinne unterliegen starken wiederkehrenden Schwankungen entlang des Konjunkturzyklus. Stahl wird vor allem in stark konjunkturabhängigen Branchen wie Bauwirtschaft, Automobilindustrie, Maschinen- und Anlagenbau sowie Energie- und Infrastrukturprojekte eingesetzt.¹⁰²

Die Stahlindustrie ist auf der Produktionsseite durch hohe Fixkosten geprägt, die insbesondere aus dem Betrieb von Hochöfen und Walzwerken resultieren und weitgehend unabhängig vom Auslastungsgrad anfallen. Die Produzenten versuchen daher, ihre

¹⁰⁰ Vgl. OECD, *Economic Outlook*, Juni 2026, Mexico Country Note, S. 227 ff.

¹⁰¹ Vgl. IMF, World Economic Outlook Update, April und Juli 2026; Table 1.

¹⁰² Vgl. Steel Market Forecast 2026-2027 – Global Price Outlook & Analysis, S. 1; Steel Prices 2025 – Steel Price Data, S. 11; EUROFER, European Steel in Figures 2026, S. 15-18; Investing, "Stahl Aktien: Wie Anleger den zyklischen Stahlsektor richtig analysieren", <https://de.investing.com/academy/analysis/stahl-aktien-finden/>, Abruf: 08.09.2026.

Anlagen möglichst gut auszulasten, dadurch können bereits geringe Nachfrageänderungen zu deutlichen Preisbewegungen führen.¹⁰³

Für Stahlhändler ergibt sich aus den Preiszyklen des Stahlmarktes eine ausgeprägte Lagerzyklizität. Sobald der Markt steigende Stahlpreise erwartet, neigen Kunden dazu, Bestände vorsorglich aufzubauen. In der Folge erhöhen auch Stahlhändler ihre Lagerbestände, was die Nachfrage zusätzlich stimuliert und die Preissteigerung verstärken kann. Umgekehrt führt ein hohes Preisniveau regelmäßig zu einer Abschwächung der Nachfrage sowie zu Lagerabbau entlang der Wertschöpfungskette. Dies übt Druck auf die Stahlpreise aus und kann Preisrückgänge auslösen. Da zwischen dem Einkauf der Ware und ihrem späteren Verkauf ein zeitlicher Abstand liegt, wirken sich Veränderungen des Preisniveaus verzögert auf die Margen der Händler aus. Da die Anpassung der Einkaufs- und Verkaufspreise über die Lagerdauer zeitversetzt erfolgt, entstehen damit sog. Windfall-Profits und Windfall-Losses (gemeinsam Windfall-Effekte).¹⁰⁴

Die Wertschöpfungsstufe bestimmt in der Stahlindustrie Margenprofil, Kapitalbindung, Ergebnisvolatilität und operative Vergleichbarkeit: Ein integrierter Produzent ist stark von Auslastung, Energiepreisen und Rohstoffkosten abhängig; ein reiner Händler von Bestandsmanagement und Preiszyklen; Service-Center und HVAB-Anbieter erschließen zusätzliche Margenpotenziale, bleiben aber von Materialverfügbarkeit, Bestandsrisiken und regionaler Nachfrage abhängig.¹⁰⁵

Die Stahlindustrie ist durch regionale Unterschiede und globale Handelsströme charakterisiert. Die regionalen Unterschiede zwischen Europa und Nordamerika bestehen u.a. hinsichtlich der Differenzierung in den Wertschöpfungsstufen. In Europa und insbesondere in Deutschland gibt es viele Stahlproduzenten, die gleichzeitig als Stahlhändler agieren oder auch in der Anarbeitung von Teilen tätig sind.¹⁰⁶ In den USA sind die Stahlproduzenten fast ausschließlich in der Produktion und nicht in der Distribution oder Weiterverarbeitung tätig (vgl. weitere Details Abschnitt 8.1.3.).

Stahlhandel

Die **Preisbildung** bei Stahlprodukten wird durch ein komplexes Zusammenspiel verschiedener Faktoren bestimmt. Zum einen sind die Rohstoffkosten und Energiepreise

¹⁰³ Vgl. OECD, Steel Outlook 2026, S. 37–39 und S. 45.

¹⁰⁴ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, „Windfall-Profit“, <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/windfall-profit-48481>, Abruf: 08.09.2026.; EUROFER, *European Steel in Figures 2026*, S. 21, 24 und 60; KCO Geschäftsbericht 2025, S. 46.

¹⁰⁵ Vgl. OECD, OECD Steel Outlook 2026, S. 17–18 und 45; EUROFER, *European Steel in Figures 2026*, S. 21 und 24; IBISWorld, Weltmarktpreis für Stahl, S. 2.

¹⁰⁶ Vgl. EUROFER *European Steel in Figures 2026*, S. 21.

relevant, zum anderen beeinflussen Angebots- und Nachfragedynamik, handelspolitische Maßnahmen sowie Währungseffekte die Preisbildung. In Europa werden überwiegend Hochöfen genutzt, so dass in erster Linie der Preis für Eisenerz die Rohstoffkosten determiniert, in den USA sind eher die Schrottpreise relevant, da dort überwiegend Elektrolichtbogenöfen (EAF – Electric Arc Furnace) im Einsatz sind.¹⁰⁷

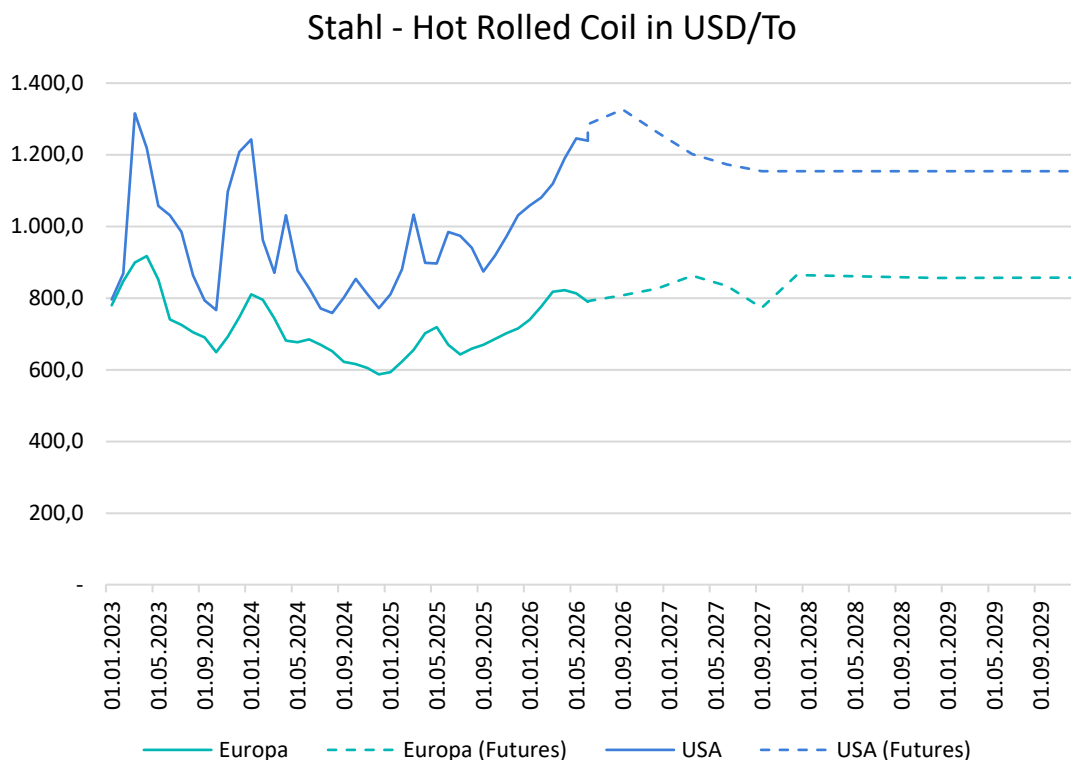
Warmbreitband (HRC – Hot Rolled Coil) ist das Basisprodukt der Flachstahlverarbeitung, der durch Weiterverarbeitung zu kaltgewalztem Stahl (CRC – Cold Rolled Coil) verarbeitet wird. Insoweit bildet der Preis für HRC die Ausgangsbasis für die Preisbildung von CRC. Bei Edelstahl ist der Zusammenhang der Preisbildung mit HRC geringer, da verschiedene zusätzliche Metalle wie Nickel, Chrom und Molybdän dem Stahl zugesetzt werden. Wesentlicher Preistreiber bei Aluminium sind die Energiepreise, da Aluminium in der Herstellung einen hohen Energiebedarf aufweist. Als Rohstoffe beeinflussen die Preise für Bauxit und Aluminiumoxid die Herstellkosten von Aluminium.¹⁰⁸

Die Preisfindung am Stahlmarkt erfolgt über mehrere parallele Mechanismen: Zum einen werden Spotrates basierend auf CRU-, Platts- oder Fastmarkets-Indizes festgestellt, zum anderen fließen vertragliche Vereinbarungen, die nach Festpreisverträgen abgewickelt werden, in die Preisbildung ein. Dabei ist zwischen der Preisfixierung bei Vertragsabschluss und indexierten Verträgen, wo der Preis an einen Index gekoppelt ist, zu unterscheiden. Zur Preisabsicherung nutzen die Stahlproduzenten und -händler sog. Steel Futures.

¹⁰⁷ Vgl. OECD (2025), OECD Steel Outlook 2025, S. 58; OECD (2026), OECD Steel Outlook 2026, S. 11, 18 und 24.

¹⁰⁸ Vgl. Argus, Commodities, <https://www.argusmedia.com/en/commodities/steel>, Abruf: 08.09.2026.

Die Preisentwicklung war sowohl in Europa als auch in Nordamerika in den letzten Jahren sehr volatil, wie die nachfolgende Grafik zeigt:



Quelle: S&P Capital IQ, S&P Global Energy.

Die HRC-Preise zeigen für Europa und die USA zunächst einen unterschiedlichen Verlauf im Jahr 2023. In Europa stieg der HRC-Preis von rd. USD 780 je Tonne im Januar 2023 auf rd. USD 917 je Tonne im April 2023 und ging anschließend bis Oktober 2023 auf rd. USD 649 je Tonne zurück. In den USA fiel die Bewegung im selben Zeitraum deutlich volatiler aus; der COMEX-HRC-Preis stieg von rd. USD 796 je Tonne im Januar 2023 auf rd. USD 1.315 je Tonne im März 2023, bevor er bis Oktober 2023 auf rd. USD 766 je Tonne zurückging. Im Jahr 2024 gingen die HRC-Preise in beiden Regionen zurück; in Europa sank der Preis von rd. USD 810 je Tonne im Januar 2024 auf rd. USD 587 je Tonne im Dezember 2024, während der US-HRC-Preis von rd. USD 1.242 je Tonne im Januar 2024 auf rd. USD 772 je Tonne im Dezember 2024 fiel.

Ab 2025 setzte in beiden Regionen eine Erholung ein, wobei der US-Markt stärker auslug. In Europa stieg der HRC-Preis von rd. USD 594 je Tonne im Januar 2025 auf rd. USD 715 je Tonne im Dezember 2025 und erreichte im Mai 2026 rd. USD 813 je Tonne. Der US-HRC-Preis erhöhte sich von rd. USD 810 je Tonne im Januar 2025 auf rd.

USD 1.031 je Tonne im Dezember 2025 und lag im Mai 2026 bei rd. USD 1.246 je Tonne. Die Futures deuten anschließend für Nordeuropa auf eine weitere Stabilisierung von rd. USD 790 je Tonne im Juni 2026 auf rd. USD 826 je Tonne zum Jahresende 2026 und rd. USD 857 je Tonne zum Jahresende 2029 hin. Für die USA zeigen die Futures nach einem Niveau von rd. USD 1.239 je Tonne im Juni 2026 zunächst einen Anstieg auf rd. USD 1.326 je Tonne zum September 2026, anschließend jedoch eine Rückführung auf rd. USD 1.154 je Tonne ab Ende 2027 bis Ende 2029. Insgesamt sprechen die Daten damit für eine stärkere kurzfristige Preisdynamik im US-Markt, während die europäische Reihe nach dem Tiefpunkt 2024/2025 eine langsamere, aber stetigere Erholung bis 2029 zeigt.

Bereits im April 2026 hatte Fastmarkets berichtet, dass lokale europäische Werke angesichts erwarteter Importbeschränkungen für Juli-Lieferungen höhere Preise anstrebten; der Northern-Europe-HRC-Index lag am 9. April 2026 bei USD 720 je Tonne ex works, während für Juli-Lieferzeiten Angebote von USD 750 bis USD 760 je Tonne ex works genannt wurden. Zugleich verweist Fastmarkets auf eine verhaltene Handelsaktivität und Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem zum 1. Juli 2026 in Kraft getretenen neuen EU-Importquotensystem. Die Fastmarkets-Daten stellen damit aktuelle Preisindikatoren dar und stützen die Einordnung, dass regulatorische Importbeschränkungen kurzfristig preisstabilisierend wirken können, ohne eine starke Nachfrageerholung zu belegen.¹⁰⁹

Qualitativ bestätigen die Marktquellen damit ein regional unterschiedliches Preisbild: In Europa wird die HRC-Preisentwicklung weniger durch eine breit getragene Nachfrageerholung als durch Importbeschränkungen und die Erwartung höherer Angebotsniveaus der Werke gestützt. Gleichzeitig begrenzen schwache reale Nachfrage, verhaltene Handelsaktivität und begrenzte Weitergabemöglichkeiten die Nachhaltigkeit europäischer Preiserhöhungen.¹¹⁰ Für die USA ist die Preisentwicklung stärker durch handelspolitische Abschirmung, robustere Nachfrageimpulse und eine kurzfristig ausgeprägtere Preisdynamik geprägt.¹¹¹ Insgesamt stützen die Quellen daher die Einordnung, dass die europäische HRC-Erholung bis 2029 eher regulatorisch und angebotsseitig abgesichert

¹⁰⁹ Vgl. Fastmarkets, „Northern European HRC prices rise on latest offers while Italian market digests new EU import quotas“, veröffentlicht über EUROMETAL, 6. Juli 2026, Autorin: Ivelina Nikolova; Fastmarkets, „European HRC prices mostly steady; mills eye price hikes for July deliveries amid import constraints“, veröffentlicht über EUROMETAL, 10. April 2026, Autorin: Julia Bolotova.

¹¹⁰ Vgl. Kallanish/EUROMETAL, EU steel processors question sustainability of price hikes, 22. April 2026, S. 1 f.; Fastmarkets, „Northern European HRC prices rise on latest offers while Italian market digests new EU import quotas“, veröffentlicht über EUROMETAL, 6. Juli 2026.

¹¹¹ Vgl. Atradius, Industry Trends – Metals and Steel, März 2026, S. 11 ff.

ist, während der US-Markt kurzfristig stärkere Ausschläge zeigt. In beiden Regionen wird langfristig eine Normalisierung der jeweiligen Niveaus erwartet.

Der US-amerikanische Stahlschrottmarkt unterscheidet sich strukturell grundlegend vom europäischen Markt, da in den USA 70 % der Rohstahlproduktion auf EAF basieren, die überwiegend Stahlschrott als Einsatzstoff verwenden.¹¹² Damit ist der Schrottpreis – anders als in Europa, wo Eisenerz den wesentlichen Rohstoffkostentreiber darstellt – die zentrale Determinante der Stahlproduktionskosten in den USA. Der jährliche Schrottverbrauch liegt bei über 100 Mio. Tonnen.¹¹³ Preislich erreichte der Stahlschrottpreis-Index¹¹⁴ nach dem pandemiebedingten Hochpunkt von rd. USD 685 je Tonne im Juni 2022 bis Dezember 2022 einen Tiefstand von rd. USD 325 je Tonne. Im Jahr 2023 erholten sich die Preise temporär auf bis zu USD 545 je Tonne, bevor ein erneuter Rückgang auf rd. USD 380 je Tonne in der zweiten Jahreshälfte 2024 einsetzte. Ab dem ersten Quartal 2026 stabilisierten sich die Preise in einer Bandbreite von USD 400 bis USD 450 je Tonne.¹¹⁵ Mittelfristig wird erwartet, dass die Schrottpreise in den USA auf moderat erhöhtem Niveau verharren; der weitere Ausbau der EAF-Kapazitäten – aktuell befinden sich über 17 Mio. Tonnen neue Kapazität im Bau – stützt die strukturelle Nachfrage, während globale Überkapazitäten im Stahlsektor, schwache Exportmärkte und das hohe inländische Schrottaufkommen einer stärkeren Preiserholung entgegenwirken.¹¹⁶

Die Volatilität der US-Stahlpreise¹¹⁷ ist wesentlicher Indikator der Zyklicität und hat sich im Zehnjahreszeitraum 2016 bis Juli 2026 stark verändert. In den Jahren 2016 bis 2019 bewegte sich die annualisierte Volatilität moderat zwischen rd. 15,7 % und 20,2 %. Mit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie und den damit verbundenen Lieferkettenproblemen stieg sie im Jahr 2020 sprunghaft auf 40,7 % und erreichte in den Jahren 2022 und 2023 – geprägt durch den pandemiebedingten Preisanstieg und die anschließende Korrektur – mit 50,9 % bzw. 50,6 % ihre Höchstwerte. Mit der sinkenden Volatilität im Jahr 2024 ist wieder eine Normalisierung zu beobachten; ab dem Jahr 2025 liegt die Volatilität wieder unterhalb des Vorkrisenniveaus. Die Stahlpreisvolatilität schlägt sich auch in den Ergebnissen von KCO nieder: Im selben Zeitraum schwankte das EBITDA von KCO zwischen unter € 50 Mio. und über € 750 Mio. Dieses Bild bestätigt sich auch im Wettbewerbsumfeld, dessen Marktteilnehmer eine ähnliche Ergebnisvolatilität

¹¹² Vgl. Stout, Current State of the U.S. Steel Market, Mai 2025.

¹¹³ Vgl. Expert Market Research, Scrap Iron Price Trend and Forecast 2026–2027, Juli 2026, S. 2.

¹¹⁴ Gemessen am sog. AMM-#1-Scrap-Index.

¹¹⁵ Vgl. MNP Steel Scrap Index.

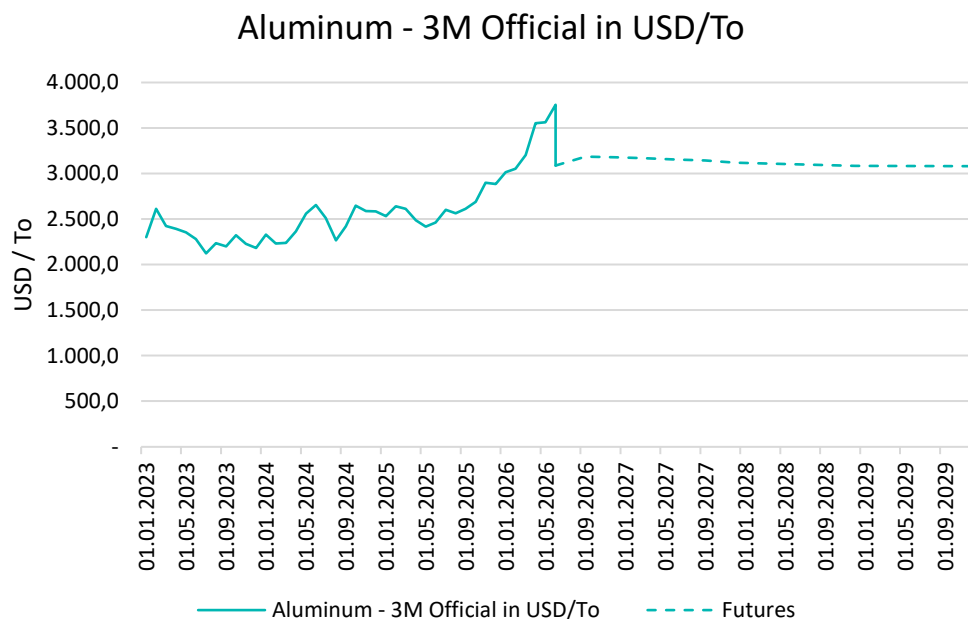
¹¹⁶ Vgl. Stout, a.a.O.; Steelonthenet.com, Steel Market Forecast 2026–2027, Juli 2026.

¹¹⁷ Gemessen am Steel Domestic Hot Rolled Coil.

aufweisen. Die Ergebnisvolatilität der Stahlbranche in diesem Zeitraum liegt dabei deutlich über der von uns analysierten branchenübergreifenden Volatilität.

Aluminiumhandel

Die Preisentwicklung im Aluminiumhandel stellt sich wie folgt dar:



Quelle: S&P Capital IQ.

Der Aluminiumpreis¹¹⁸ stieg im Jahr 2023 zunächst von rd. USD 2.302 je Tonne im Januar 2023 auf rd. USD 2.612 je Tonne im Februar 2023, bevor der Preis bis Dezember 2023 auf rd. USD 2.182 je Tonne zurückging. Im Jahr 2024 erhöhte sich der Aluminiumpreis von rd. USD 2.329 je Tonne im Januar 2024 auf rd. USD 2.653 je Tonne im Juni 2024 und lag zum Jahresende 2024 bei rd. USD 2.586 je Tonne. Im Jahr 2025 bewegte sich der Preis zunächst in einer Bandbreite von rd. USD 2.417 je Tonne bis rd. USD 2.689 je Tonne, bevor er im November 2025 auf rd. USD 2.900 je Tonne und im Dezember 2025 auf rd. USD 2.886 je Tonne anstieg.

Im ersten Halbjahr 2026 setzte sich der Anstieg deutlich fort; der Aluminiumpreis stieg von rd. USD 3.014 je Tonne im Januar 2026 auf rd. USD 3.755 je Tonne im Juni 2026. Innerhalb eines Monats fiel der Preis zum 30. Juni 2026 auf rd. USD 3.086 je Tonne. Die Futures erwarten anschließend einen leichten Anstieg auf rd. USD 3.177 je Tonne zum

¹¹⁸ Gemessen am LME-3M-Preis; LME steht für London Metal Exchange, die weltgrößte Börse für Industriemetalle und Nichteisenmetalle. LME 3M Price ist der weltweite Referenzpreis für Lieferungen in 90 Tagen.

Jahresende 2026 und anschließend bis 2029 einen Rückgang auf rd. USD 3.079 je Tonne. Insgesamt deuten die Daten damit auf einen starken Preisanstieg bis Mitte 2026 und anschließend auf ein im Vergleich zu 2023 bis 2025 erhöhtes, aber sich normalisierendes Aluminiumpreisniveau bis 2029 hin.

Der starke Anstieg der Aluminiumpreise seit 2025 ist weniger als reine Nachfrageerholung, sondern als Zusammenspiel aus LME-getriebenem Preisumfeld, Energiekosten, Angebotsrestriktionen und regionalen Prämien einzuordnen. In Europa wirkten insbesondere hohe Energie- und Zertifikatskosten sowie eine reduzierte Auslastung der Schmelzwerke preisstützend, während Nordamerika zusätzlich vom verarbeitenden Gewerbe, der Automobilindustrie, Infrastrukturprogrammen und Energiepreisen geprägt wird.¹¹⁹

Stahlproduktion

Die globale Rohstahlproduktion bewegt sich seit 2022 auf einem strukturell rückläufigen bis stagnierenden Pfad, nachdem 2021 mit rd. 1.963 Mio. Tonnen ein Rekordniveau erreicht worden war. 2022 fiel die Produktion um 3,8 %, stabilisierte sich 2023 und ging 2024 sowie 2025 erneut zurück.¹²⁰ Die weltweite Rohstahlproduktion lag im Jahr 2025 bei rd. 1.849 Mio. Tonnen nach rd. 1.887 Mio. Tonnen im Jahr 2024. Mit rd. 961 Mio. Tonnen war China dabei mit Abstand größter Stahlproduzent; Deutschland lag mit rd. 34 Mio. Tonnen auf Rang 8, Mexiko mit rd. 14 Mio. Tonnen auf Rang 15.¹²¹ Die aktuellen Monatsdaten bestätigen den Trend: Im April 2026 sank die Weltproduktion um 1,9 % auf 153,4 Mio. Tonnen.¹²²

Im Jahr 2025 war China mit rd. 133,6 Mio. Tonnen der weltweit größte Stahlexporteur und wies einen positiven Nettoexportsaldo von rd. 126,6 Mio. Tonnen auf. Demgegenüber waren die EU, die USA und Mexiko bedeutende Nettoimporteure von Stahl.¹²³ Die globale Marktstruktur ist damit weiterhin durch eine sehr hohe Bedeutung asiatischer und insbesondere chinesischer Produktionskapazitäten gekennzeichnet.¹²⁴ Diese Struktur wirkt weniger über unmittelbaren Wettbewerb chinesischer Produzenten im kunden nahen Distributions- und Service-Center-Geschäft, sondern vor allem über globale Produktionsmengen, Exportströme, Importdruck, Preisniveau und die Verfügbarkeit von

¹¹⁹ Vgl. Expert Market Research, Aluminium Price Trend and Forecast 2026–2027, zuletzt aktualisiert am 8. Juni 2026, S. 3 ff.

¹²⁰ Vgl. OECD Steel Outlook 2025.

¹²¹ Vgl. World Steel Association, World Steel in Figures 2026, S. 9.

¹²² Vgl. World Steel Association, April 2026 crude steel production, Pressemitteilung, Mai 2026.

¹²³ Vgl. World Steel Association, World Steel in Figures 2026, S. 27.

¹²⁴ Vgl. World Steel Association, World Steel in Figures 2026, S. 8 f.; OECD, Steel Outlook 2026, S. 11 ff.

Vormaterial.¹²⁵ Für importabhängige Märkte wie Europa wirkt China damit weniger als direkter Händler, sondern als struktureller Verstärker von Überangebot, Referenzpreis- und Margendruck.¹²⁶

Die europäische Stahlindustrie weist einen strukturell rückläufigen bzw. volatilen Produktionsverlauf auf. Nach EUROFER lag die EU-Rohstahlproduktion im Jahr 2025 bei rd. 125,8 Mio. Tonnen; die Kapazitätsauslastung betrug rd. 64,8 %. Die direkte Beschäftigung in der EU-Stahlindustrie belief sich im Jahr 2025 auf rd. 293.000 Beschäftigte, und die Bruttowertschöpfung der Branche lag bei rd. € 152 Mrd. Die Daten sprechen für ein Marktumfeld mit Anpassungsdruck, niedriger Auslastung, Effizienzerfordernissen und einer anhaltend schwachen industriellen Grunddynamik.¹²⁷

Nach der Länderaufgliederung der World Steel Association entfielen im Jahr 2025 rd. 81,9 Mio. Tonnen auf die USA, rd. 15,8 Mio. Tonnen auf Mexiko und rd. 9,7 Mio. Tonnen der Stahlproduktion auf Kanada.¹²⁸ Die OECD weist für die USA für das Jahr 2025 bei größeren Werken zur Herstellung bzw. Verarbeitung von Flachstahlprodukten Auslastungsraten von rd. 85 % aus; nach Angaben des American Iron and Steel Institute erreichte die Kapazitätsauslastung in den USA am 18. April 2026 rd. 80 %.¹²⁹ Es wird erwartet, dass die Nachfrage nach fertigen Stahlprodukten in der USMCA-Region von 128,4 Mio. Tonnen im Jahr 2025 auf 131,1 Mio. Tonnen im Jahr 2026 und 134,1 Mio. Tonnen im Jahr 2027 ansteigt.¹³⁰ Zugleich bleibt Nordamerika trotz einer bedeutenden eigenen Stahlproduktion innerhalb der Region importabhängig; der negative Stahlhandelsaldo Nordamerikas belief sich im Jahr 2024 auf rd. 39,1 Mio. Tonnen.¹³¹

Der OECD Steel Outlook 2026 beschreibt das globale Stahlumfeld zusätzlich als von anhaltenden Überkapazitäten geprägt. Die globale Überkapazität der Stahlindustrie wird für das Jahr 2025 auf rd. 640 Mio. Tonnen geschätzt und könnte nach OECD-Einschätzung bis zum Jahr 2028 auf rd. 745 Mio. Tonnen steigen. Diese Entwicklung entsteht vor dem Hintergrund weiterhin geplanter Kapazitätsausweitungen bei zugleich

¹²⁵ Vgl. World Steel Association, World Steel in Figures 2026, S. 26 f.; OECD, Steel Outlook 2026, S. 63 ff.; IBISWorld, Weltmarktpreis für Stahl – Deutschland, 23. Juni 2026, S. 4 bis S. 6.

¹²⁶ Vgl. EUROFER, Economic and Steel Market Outlook 2026–2027, S. 8 bis S. 11; OECD, Steel Outlook 2026, S. 11 ff. und S. 63 ff.

¹²⁷ Vgl. EUROFER, European Steel in Figures 2026, S. 6 ff., S. 12 f. und S. 16 f.

¹²⁸ Vgl. World Steel Association, World Steel in Figures 2026, S. 9 f.

¹²⁹ Vgl. OECD, Steel Outlook 2026, S. 27 f.

¹³⁰ Vgl. Statista, Steel industry in North America, Folie 4; Statista, Steel industry worldwide, Folie 7.

¹³¹ Vgl. Statista, Steel industry worldwide, Folie 11.

gedämpfter Nachfrage und belastet somit Profitabilität, Auslastung und Investitionsfähigkeit der Branche.¹³²

Die europäischen und nordamerikanischen Märkte unterscheiden sich nicht nur hinsichtlich der Beschaffungs- und Wettbewerbslogik, sondern auch hinsichtlich der Nachfrageentwicklung. Für Europa ist das Marktumfeld durch eine weiterhin fragile Nachfrageentwicklung, eine hohe Importdurchdringung und eine nur moderate Erholung der stahlverwendenden Sektoren gekennzeichnet. Die sichtbare Stahlnachfrage in der EU soll nach dem erwarteten Anstieg im Jahr 2025 in den Jahren 2026 und 2027 lediglich moderat weiter zulegen.¹³³ Die Nachfrage nach fertigen Stahlprodukten in der USMCA-Region wird von 128,4 Mio. Tonnen im Jahr 2025 auf 131,1 Mio. Tonnen im Jahr 2026 und 134,1 Mio. Tonnen im Jahr 2027 ansteigen. Damit ergibt sich für Nordamerika im Unterschied zu Europa, ein grundsätzlich unterstützendes Nachfragebild.¹³⁴

Abnehmerbranchen

Die Absatzseite der Gesellschaft ist im Wesentlichen durch industrielle und baunahe Abnehmerbranchen geprägt. Im Geschäftsjahr 2025 entfielen nach Unternehmensangaben 28 % des Umsatzes auf die Bauindustrie, 27 % auf Fertigung sowie Maschinen- und Anlagenbau und 20 % auf die Transportindustrie einschließlich Automobil.¹³⁵ Bereinigt um die im Geschäftsjahr 2026 verkaufte Becker-Gruppe entfallen auf die Bauindustrie im Geschäftsjahr 2025 rd. 31 %, rd. 29 % auf den Maschinen- und Anlagenbau sowie rd. 14 % auf die Automobilindustrie. Die für den Klöckner & Co-Konzern relevanten Abnehmerbranchen unterscheiden sich in der regionalen Ausprägung.

In **Deutschland** führte der starke Preisanstieg von Baumaterial sowie steigende Finanzierungskosten zu einem deutlichen Anstieg der Baukosten im Jahr 2022, was wiederum zur Verunsicherung der Investoren und damit zu einer Stagnation der Baubranche beitrug.¹³⁶ Im Jahr 2024 sank der Umsatz der Baubranche um 1,5 % (preisbereinigt) und auch die Zahl der Beschäftigten sank erstmals seit 15 Jahren.¹³⁷ Für das Gesamtjahr 2025 meldeten die Baubetriebe hingegen einen Umsatzanstieg von 2,5 % (preisbereinigt). Die insgesamt gute Entwicklung konnte sich in den ersten fünf Monaten des Jahres 2026 allerdings insbesondere aufgrund des Nahost-Konflikts und mit der damit

¹³² Vgl. OECD, Steel Outlook 2026, S. 11 ff. und S. 27 ff.

¹³³ Vgl. EUROFER, Economic and Steel Market Outlook 2026-2027, S. 2, S. 7 und S. 12 f.

¹³⁴ Vgl. Statista, Steel industry in North America, Folie 4.

¹³⁵ Vgl. Klöckner & Co SE Geschäftsbericht 2025, S. 25.

¹³⁶ Vgl. Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., Bauwirtschaft im Zahlenbild 2023, April 2024.

¹³⁷ Vgl. Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V., Schwaches Baujahr 2024, aber besser als erwartet, 25.02.2025.

verbundenen Unsicherheit nicht fortsetzen.¹³⁸ Die Bauinvestitionen werden nach deutlichen Rückgängen in den Vorjahren nur moderat steigend erwartet; für das Jahr 2026 wird ein Plus von 0,3 % und für das Jahr 2027 von 1,9 % prognostiziert.¹³⁹ Statista prognostiziert den Umsatz im Baugewerbe auf € 441 Mrd. im Jahr 2026.¹⁴⁰

Hinsichtlich der Bauinvestitionen zeichnete sich in der **Schweiz** ein ähnliches Bild ab. Die Bauinvestitionen sind im Jahr 2024 im Vergleich zum Vorjahr nominal um 0,7 % zurückgegangen.¹⁴¹ Das Schweizer Bauhauptgewerbe hat 2025 in einem anspruchsvollen Umfeld mit 2,1 % ein solides Wachstum erzielt. Der Schweizerische Baumeisterverband rechnet damit, dass strukturelle Wohnraumknappheit und demografische Entwicklungen für eine anhaltend hohe Nachfrage sorgen. Zudem wird erwartet, dass das stabile Zinsumfeld die Finanzierbarkeit von Projekten verbessert und die Attraktivität von Immobilieninvestitionen erhöht.¹⁴² Die Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich rechnet mit einem Anstieg der realen Bauinvestitionen um 1,6 % im laufenden Jahr und um 1,5 % im Jahr 2027.¹⁴³

In den **USA** stiegen die Bauausgaben im Jahr 2023 um rd. 14,0 % nominal gegenüber dem Jahr 2022. Die Bauausgaben lagen in den Bereichen der Infrastruktur-, Industrie- und Fertigungsprojekten auf einem Rekordniveau.¹⁴⁴ Im Jahr 2024 stiegen die Bauausgaben insbesondere durch Rechenzentren, Energie- und öffentliche Infrastruktur weiter, während die Entwicklung im Wohnungsbau verhalten blieb.¹⁴⁵ Das Wachstum kühlte im Jahr 2025 jedoch deutlich ab. Infrastruktur- und Datenzentrumsprojekte stützten zwar den Markt, die gewerblichen Segmente und der Mehrfamilienwohnungsbau blieben jedoch schwach. Der Umsatz im Baugewerbe wird auf rd. € 4,0 Bio. im Jahr 2026 und auf € 4,1 Bio. im Jahr 2027 prognostiziert, was einem Wachstum von 3,8 % entspricht.¹⁴⁶

Die **deutsche** Automobilindustrie stand aufgrund des Umstiegs zur E-Mobilität und der Entwicklung autonomer Fahrzeuge in den vergangenen Jahren vor enormen Herausforderungen. Durch die Handelskonflikte resultierte eine reduzierte Nachfrage und Stellenabbau in Europa. Die angespannte Lage der deutschen Automobilbranche äußert sich auch im Geschäftsklimaindex des ifo Instituts für die Automobilindustrie, welcher im Juni auf -21,4 Punkte, von -20,7 Punkten im Mai fiel. Während das Umsatzvolumen im Jahr

¹³⁸ Vgl. Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. Baukonjunkturelle Entwicklung in Deutschland, 29.07.2026.

¹³⁹ Vgl. Kiel Institut für Weltwirtschaft, Kieler Konjunkturberichte Nr. 134, 10. Juni 2026.

¹⁴⁰ Vgl. Statista Market Insights, Baugewerbe in Deutschland.

¹⁴¹ Vgl. Beschaffungskonferenz des Bundes, Pressemitteilung, 17. Juli 2025.

¹⁴² Vgl. Schweizerischer Baumeisterverband, Pressemitteilung, 25.02.2026.

¹⁴³ Vgl. KOF, Konjunkturbericht Sommer 2026.

¹⁴⁴ Vgl. Associated General Contractors of America, Pressemitteilung, 01.02.2024.

¹⁴⁵ Vgl. Associated General Contractors of America, Pressemitteilung, 03.02.2025.

¹⁴⁶ Vgl. Statista Market Insights, Baugewerbe in den USA.

2024 von € 104 Mrd. im Jahr 2023 auf € 107 Mrd. gestiegen ist, ist es im Jahr 2025 auf € 95 Mrd. gesunken. Das Umsatzvolumen des Automobilmarktes in Deutschland wird sich im Jahr 2026 voraussichtlich weiter bis auf rd. € 90 Mrd. reduzieren. Basierend auf Prognosen wird das Umsatzvolumen im Jahr 2030 auf etwa € 98 Mrd. ansteigen, was einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 1,8 % entspricht.¹⁴⁷

Im Jahr 2025 stieg der Verkauf von Neuwagen in den **USA** trotz hoher Fahrzeugpreise, steigender Finanzierungskosten und des Preisdrucks um rd. 2,0 %.¹⁴⁸ Die Nachfrage wurde insbesondere durch vorgezogene Fahrzeugkäufe vor der Einführung neuer Importzölle sowie vor dem Auslaufen der US-Steuerzuschüsse für Elektrofahrzeuge gestützt.¹⁴⁹ Trotzdem reduzierte sich das Umsatzvolumen der Automobilbranche von rd. € 574,0 Mrd. im Jahr 2024 auf rd. € 546,0 Mrd. im Jahr 2025. Laut Prognose wird das Umsatzvolumen bis 2026 in den USA etwa € 511,0 Mrd. betragen. Für das Jahr 2030 wird ein Marktvolumen von € 504,0 Mrd. erwartet, was einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzrückgang von -0,5 % entspricht.¹⁵⁰

Im Jahr 2024 erzielte die **mexikanische** Automobilbranche einen historischen Produktionsrekord von rd. 4,2 Mio. Fahrzeugen.¹⁵¹ Der Umsatz der Automobilbranche in Mexiko reduzierte sich im Jahr 2025 von rd. € 32,8 Mrd. im Jahr 2024 auf rd. € 21,8 Mrd. jedoch deutlich. Gründe hierfür waren vor allem der Rückgang der Produktion von Leichtfahrzeugen und die Reduzierung von Exporten, bedingt durch Handelsunsicherheiten mit den USA. Darüber hinaus reduzierte sich der Absatz von Schwerfahrzeugen um fast ein Drittel.¹⁵² Das voraussichtliche Umsatzvolumen im Automobilsegment in Mexiko soll im Jahr 2026 etwa € 19,9 Mrd. betragen. Laut Prognose wird das Marktvolumen im Jahr 2030 voraussichtlich € 18,7 Mrd. erreichen, was einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzrückgang von -1,7 % entspricht.¹⁵³

In **Deutschland** verzeichnete der Maschinen- und Anlagenbau ein verhaltenes Umsatzwachstum von rd. € 254,0 Mrd. im Jahr 2024 auf rd. € 257,0 Mrd. im Jahr 2025. Der Verband deutscher Maschinenbauer erwartet im Jahr 2026 jedoch kein weiteres Wachstum und teilte mit, dass in einer ohnehin angespannten wirtschaftlichen Lage die Folgen des Kriegs in der Golfregion die Aussichten für den Maschinen- und Anlagenbau in Deutschland weiter eingetrübt hätten. In Zuge dessen senkte der Verband seine

¹⁴⁷ Vgl. Statista Market Insights, Automobilbranche in Deutschland.

¹⁴⁸ Vgl. Reuters, US auto sales defy regulatory uncertainty to rise 2 % in 2025, 05.01.2026.

¹⁴⁹ Vgl. National Automobile Dealers Association, December 2025 Market Beat, 31.12.2025.

¹⁵⁰ Vgl. Statista Market Insights, Automobilbranche in den USA.

¹⁵¹ Vgl. Mexicobusiness.News, Mexico Ranks 5th in 2024 Auto Output, Surpassing Germany, 11.04.2025.

¹⁵² Vgl. Scotiabank, Mexico: 2025 Auto Sector, 19.01.2026.

¹⁵³ Vgl. Statista Market Insights, Automobilbranche in Mexiko.

Produktionsprognose für das laufende Jahr auf 0,0 % und es wird mit einer Verschiebung der konjunkturellen Erholung gerechnet.¹⁵⁴

Nachdem die Maschinen- und Anlagenbaubranche in den **USA** im Jahr 2023 eine Kontraktion von 2,0 % verzeichnete, schrumpfte die Branche im Jahr 2024 weiter aufgrund von schärferen Finanzierungsbedingungen.¹⁵⁵ Im Jahr 2025 setzte sich der Trend aufgrund der US-Zölle und damit einhergehenden gestiegenen Kosten für Produzenten fort.¹⁵⁶ Die Industrieproduktion wuchs in den USA im zweiten Quartal 2026 kräftig, angetrieben durch den Ausbau im Bereich der künstlichen Intelligenz und dem Aufbau von Lagerbeständen durch Unternehmen, die mit Engpässen und höheren Preisen aufgrund des Krieges im Nahen Osten rechneten.¹⁵⁷ Insgesamt wird für das Jahr 2026 mit einem Produktionswachstum von 1,3 % und für das Jahr 2027 mit einem Produktionswachstum von 2,4 % gerechnet. Als Haupttreiber werden die anhaltend hohen Investitionen im Bereich der künstlichen Intelligenz, insbesondere in Hardware und den Bau von Rechenzentren genannt.¹⁵⁸

Regulatorik

Die **Europäische Union** hat ihr handelspolitisches Schutzregime für Stahl in den Jahren 2025 und 2026 grundlegend verschärft. Ausgangspunkt war der im März 2025 verabschiedete European Steel and Metals Action Plan, der Stahl als strategisch bedeutsam einstuft und eine Nachfolgeregelung für die auslaufende EU-Schutzmaßnahmen ankündigte. Die am 17. Juni 2026 formal angenommene und zum 1. Juli 2026 in Kraft getretene Verordnung (EU) 2026/1384 ersetzt die bisherige Schutzmaßnahme und kürzt die jährlichen zollfreien Importquoten um rd. 47 % auf 18,3 Mio. Tonnen bei gleichzeitiger Verdopplung des Außerkontingentzolls von 25 % auf 50 %; ergänzend wurden verpflichtende Nachweise für das Schmelzen und Gießen zur Verhinderung von Umgehungen über Drittländer eingeführt (sog. „Melt-and-Pour-Nachweise“). Parallel ist der Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) zum 1. Januar 2026 in seine definitive, kostenwirksame Phase getreten, in der Importeure von Stahl und anderen CBAM-Waren die eingebetteten CO₂-Emissionen deklarieren und auf Basis des EU-ETS-Preises CBAM-Zertifikate erwerben müssen. Flankiert werden diese horizontalen Maßnahmen durch eine erhebliche Intensivierung produktspezifischer Antidumping- und Ausgleichszollverfahren gegen chinesische Stahlprodukte. In der Gesamtschau entsteht ab Mitte 2026 ein erheblich restriktiveres EU-Importregime, das kurzfristig preisstabilisierend

¹⁵⁴ Vgl. Handelsblatt, Maschinenbauer erwarten 2026 kein Wachstum mehr, 25.06.2026.

¹⁵⁵ Vgl. Atradius N.V., Machines and Engineering Industry Trends June 2024, 24.10.2024.

¹⁵⁶ Vgl. Atradius N.V., Industry trends machines engineering August 2025, 18.08.2025.

¹⁵⁷ Vgl. Reuters, US manufacturing output unchanged in June, but accelerates in second quarter, 17.07.2026.

¹⁵⁸ Vgl. Atradius N.V., Industry trends machines engineering March 2026, 18.03.2026.

wirken kann, dessen nachhaltige Wirkung jedoch von der tatsächlichen Nachfrageentwicklung und der Umgehungsresistenz der Maßnahmen abhängt.¹⁵⁹

Zwischen der **Schweiz** und China besteht ein bilaterales Freihandelsabkommen, nach dem auf Schweizer Seite sämtliche Zölle auf chinesische Industriewaren abgebaut wurden; die Inanspruchnahme entsprechender Zollpräferenzen setzt jedoch den Nachweis des präferenziellen Warenursprungs nach den Ursprungsregeln des Abkommens voraus. Gleichzeitig bleibt die Schweiz aufgrund ihrer Einbindung in europäische Lieferketten, regionaler Preisreferenzen und der allgemeinen Entwicklung des europäischen Stahlmarkts mittelbar von Importdruck, Preisniveau und Handelsumlenkungen betroffen.¹⁶⁰

In den **USA** gilt seit dem 4. Juni 2025 auf Grundlage von Section 232 des Trade Expansion Act ein einheitlicher Einfuhrzoll von 50 % auf Stahl- und Aluminiumimporte aus praktisch allen Herkunftsländern ohne Länder- oder Produktausnahmen, der seit April 2026 auf den vollen Warenwert (statt nur den Metallanteil) der betroffenen Waren erhoben wird und damit ausländische Anbieter strukturell benachteiligt sowie inländische Preise und Kapazitätsauslastung stützt.¹⁶¹

Die EU und die USA reagieren auf anhaltend hohe globale Stahlüberkapazitäten – nach OECD-Schätzung rd. 640 Mio. Tonnen im Jahr 2025 mit weiter steigender Tendenz bis 2028 – sowie auf die auf einen Rekordwert von rd. 131 Mio. Tonnen (2025) gestiegenen chinesischen Stahlexporte, und begründen damit für den europäischen Markt eine kurzfristige, primär regulatorisch getragene Preisstützung ohne vollständige Angleichung an das strukturell robustere, tarifpolitisch stärker abgeschirmte nordamerikanische Umfeld.¹⁶²

Marktumfeld Metering

Das Marktumfeld von Metering ist zuletzt maßgeblich durch eine deutliche Verschärfung des Wettbewerbs im Nahost-Geschäft geprägt. Demgegenüber weist der Offshore-Markt für schwimmende Produktions-, Lager- und Verladeeinheiten mit einer strukturell positiven Marktdynamik auf, die insbesondere durch Explorations- und Förderaktivitäten in Tiefwasserregionen wie Brasilien getragen wird. Regulatorisch dämpfen verschärfte Emissionsauflagen und gestiegene Energiepreise die Investitionstätigkeit im west-

¹⁵⁹ Vgl. Europäische Kommission, New rules to protect EU steel industry from damaging impacts of global overcapacity enter into application, 30.06.2026.

¹⁶⁰ Vgl. PwC, Freihandelsabkommen mit China, S. 2 ff.

¹⁶¹ Vgl. Federal Register, A Presidential Document by the Executive Office of the President, 09.06.2025.

¹⁶² Vgl. OECD, Steel Outlook 2026, S. 8 und S. 11.

europäischen Onshore-Markt, während geopolitische Spannungen im Nahen Osten zusätzliche Unsicherheit im Hinblick auf die Realisierung angekündigter Projekte schaffen.

8.1.3. Wettbewerbsumfeld

Das Wettbewerbsumfeld des Klöckner & Co-Konzerns ist sowohl in Nordamerika als auch in Europa stark fragmentiert. Der Klöckner & Co-Konzern weist für das Geschäftsjahr 2025 einen geschätzten Marktanteil von rd. 8 % in Europa und rd. 7 % in den USA aus und ordnet sich damit jeweils unter den führenden Metallverarbeitern und Service-Centern ein.¹⁶³ Die Gesellschaft verfügt somit über eine bedeutsame, jedoch nicht marktbeherrschende Marktstellung. Die Marktposition kann Skalenvorteile im Einkauf, bei der Lagerhaltung und bei der Kundenabdeckung begründen; zugleich bleibt das Wettbewerbsumfeld durch regionale und spezialisierte Anbieter gekennzeichnet.

Diese Wirkung ist bei standardisierten Stahlprodukten besonders ausgeprägt. Soweit Bleche, Coils, Profile oder Stäbe in marktüblichen Normqualitäten und mit vergleichbarer Spezifikation gehandelt werden, wird der Preis im Wettbewerb wesentlich durch das günstigste verfügbare Angebot bestimmt, das die Kundenanforderungen hinreichend erfüllt. In einem fragmentierten Markt kann es bereits genügen, wenn einzelne Händler oder Service-Center günstiger beschaffte Importware oder vorhandene günstige Lagerbestände zu niedrigeren Preisen anbieten, um einen Referenzpreis für Kundenverhandlungen zu setzen. Die übrigen Anbieter können höhere Preise zwar mit Qualität, Zertifizierung, Lagerhaltung und Lieferfähigkeit begründen, müssen bei standardisierten Produkten aber gleichwohl mit Auftragsverlusten rechnen, wenn Kunden die zusätzliche Leistung nicht in voller Höhe des Preisabstands bewerten.¹⁶⁴

In **Europa** sieht sich der Klöckner & Co-Konzern nicht nur im Wettbewerb mit Stahlhändlern und Service-Centern, sondern auch mit Stahlproduzenten, die über die Produktion hinaus weitere Wertschöpfungsstufen abdecken, dazu zählen u.a. thyssenkrupp Material Services GmbH, Salzgitter AG und Voestalpine AG.

Die **tk accelis GmbH** (vormals Thyssenkrupp Materials Services GmbH) bietet unterschiedlichen Kundengruppen, u.a. der Automobil- und der Luftfahrtindustrie, die Lieferung von Rohstoffen und nahezu aller Arten von Werkstoffen sowie maßgeschneiderte Supply-Chain-Lösungen und werkstoffbezogene Dienstleistungen wie Anarbeitung. Das Angebot umfasst auch datengetriebene digitale Services für nachhaltige Lieferketten.

¹⁶³ Vgl. Klöckner & Co SE, Geschäftsbericht 2025, S. 19.

¹⁶⁴ EUROFER, European Steel in Figures 2026, S. 21; IBISWorld, Weltmarktpreis für Stahl – Deutschland, veröffentlicht am 23. Juni 2026, S. 1 ff.; Fastmarkets, „European HRC prices mostly steady; mills eye price hikes for July deliveries amid import constraints“, veröffentlicht über EUROMETAL, 10. April 2026, S. 15 f.; Kallanish/EUROMETAL, EU steel processors question sustainability of price hikes, 22. April 2026, S. 1 f.

Das operative Geschäft gliedert sich in drei Einheiten: Materials (globaler Werkstoff- und Rohstoffhandel), Processing (Verarbeitung von Flachstahl, Edelstahl und Aluminium in Service-Centern) sowie Solutions (Dienstleistungen und digitale Lösungen für Kundenlieferketten).¹⁶⁵ Die Kernmärkte sind Nordamerika und Europa, der Umsatz im Geschäftsjahr 2024/25 belief sich auf € 11,4 Mrd.¹⁶⁶

Jacquet Metals SA ist ein börsennotiertes französisches Unternehmen, das zu den europaweit führenden Händlern und Bearbeitern von Spezialstählen und Nickellegierungen gehört. Das Kerngeschäft besteht darin, große Mengen an Spezialmetallen bei Stahlwerken einzukaufen, diese zu lagern, bei Bedarf für Kunden zuzuschneiden und an verschiedene Industriezweige zu liefern. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte der Konzern einen Umsatz von € 2 Mrd., wobei die Kernmärkte in Deutschland mit rd. 34 % und im Rest von Europa mit rd. 26 % liegen. Die Umsatzerlöse werden in drei Segmenten erzielt: Quattrobleche und verschleißfeste Platten aus Edelstahl und Nickellegierungen, Langprodukte aus Edelstahl sowie Qualitäts-, Maschinenbau-, Karbon- und Werkzeugstähle.¹⁶⁷

Die **Salzgitter AG** erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 8,9 Mrd. Der Konzern ist in vier Segmente gegliedert: Stahlerzeugung (ca. 48 % Umsatzanteil) mit einer breiten Palette an Walzstahl- und Röhrenerzeugnissen, Stahlverarbeitung (ca. 23 %) mit hochwertigen Stahlrohren und Grobblechen, Handel (ca. 30 %) mit weltweitem Vertrieb, Lagerhaltung und Logistik von Stahlprodukten sowie Technologie (ca. 20 %) im Bereich Sondermaschinenbau, Getränkeabfüll- und -verpackungstechnik sowie Spritzgießmaschinen. Der Kernmarkt liegt mit einem Anteil von rd. 76 % in Europa.¹⁶⁸

Voestalpine AG erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 15,0 Mrd. Das Unternehmen ist in vier Divisionen gegliedert: Steel Division (ca. 37 % Umsatzanteil) mit klassischer Stahlproduktion und Flachstahlprodukten, High Performance Metals Division (ca. 18 %) mit Spezialwerkstoffen wie Werkzeugstahl, Schnellarbeitsstahl und Nickelbasis-/Titan-Legierungen, Metal Engineering Division (ca. 26 %) mit komplexen Systemlösungen für Infrastruktur und Industrie (Schienen, Weichen, Signaltechnik) sowie Metal Forming Division (ca. 19 %) mit der Weiterverarbeitung von Stahl zu einbaufertigen Komponenten. Hauptkundensegmente sind die Automobilzulieferindustrie, Energieindustrie,

¹⁶⁵ Vgl. thyssenkrupp AG, Unternehmenswebsite, siehe dazu: <https://www.thyssenkrupp.com/en/company/corporate-structure/materials-services>.

¹⁶⁶ Vgl. thyssenkrupp AG, Geschäftsbericht 2024/2025, S. 2 f. und S. 22 f.

¹⁶⁷ Vgl. Jacquet Metals SA, Geschäftsbericht 2024, S. 10 ff. und S. 144.

¹⁶⁸ Vgl. Salzgitter AG, Geschäftsbericht 2025, S. 4. und 18 ff.

Maschinenbau, Konsumgüterindustrie und Luftfahrt. Der Kernmarkt liegt mit einem Anteil von 65 % in der EU.¹⁶⁹

In den **USA** sieht sich der Klöckner & Co-Konzern im Wettbewerb mit anderen Stahlhändlern, Stahl Service-Center-Betreibern und Unternehmen mit einer hohen Anarbeitungstiefe.

Reliance, Inc. (ehemals Reliance Steel & Aluminum Co.) erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 12,4 Mrd. Das Unternehmen ist ein Metals Service-Center-Betreiber, der sich auf Handel, Lagerhaltung, kundenspezifische Bearbeitung und Distribution von Metallprodukten. Reliance kauft Metalle von Primärproduzenten, bearbeitet diese nach Kundenspezifikation und liefert sie kurzfristig an Industriekunden, wobei etwa die Hälfte der Aufträge eine wertschöpfende Weiterverarbeitung enthalten. Zu den wesentlichen Produkten zählen Kohlenstoffstahl, Edelstahl, Aluminium, Messing und Kupfer.¹⁷⁰

Die **Ryerson Holding Corporation** erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 3,9 Mrd. Das Unternehmen ist ebenfalls ein Metals Service-Center-Betreiber der Stahl, Aluminium und andere Metalle von Herstellern erwirbt und diese kundenspezifisch verarbeitet. Die wesentlichen Leistungen bestehen im Einkauf großer Mengen, der Lagerhaltung an einem dichten Netzwerk von Service-Centern sowie dem Zuschnitt und der kundenspezifischen Bearbeitung von Produkten wie Blechen, Coils, Platten, Rohren, Profilen, Stäben und Trägern.¹⁷¹

Russel Metals Inc. erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 2,9 Mrd. Das Unternehmen kauft Stahl- und Metallprodukte von Herstellern, lagert und bearbeitet sie nach Kundenspezifikation und vertreibt sie an Industrieunternehmen. Das Geschäft gliedert sich in drei Bereiche: Metals Service-Centers (ca. 71 % Umsatzanteil) mit dem Einkauf und der Bearbeitung von Metallprodukten für industrielle Endkunden, Energy Field Stores (ca. 20 %) mit spezialisierten Komponenten für die Öl-, Gas- und Energieindustrie sowie Steel Distributors (ca. 9 %) als Großhandel ohne umfangreiche Bearbeitung.¹⁷²

Die **Worthington Steel Inc.** erzielte im Geschäftsjahr 2025 einen Umsatz von rd. € 3,0 Mrd. Das Unternehmen wurde Ende 2023 durch die Abspaltung des Stahlgeschäfts von Worthington Enterprises, Inc. (ehemals Worthington Industries, Inc.) gegründet und ist ein im HVAB tätiger Stahlverarbeiter, der zugekauften Flachstahl zu hochwertigen

¹⁶⁹ Vgl. Voestalpine AG, Geschäftsbericht 2025/2026, S. 6 f. und 64 ff.

¹⁷⁰ Vgl. Reliance, Inc., 10-K Annual Report 2025, S. 1 f., S. 31. und S. 69.

¹⁷¹ Vgl. Ryerson Holding Corporation, 10-K Annual Report 2025, S. 4 ff. und S. 54.

¹⁷² Vgl. Russel Metals Inc., Geschäftsbericht 2025, S. 11 ff.

Zwischenprodukten und Komponenten für industrielle Kunden verarbeitet. Die Wertschöpfung entsteht durch technische Verarbeitung, Werkstoff-Know-how und Supply-Chain-Dienstleistungen, wobei überwiegend warmgewalzter, kaltgewalzter, verzinkter Stahl und Elektroband von Stahlherstellern bezogen und veredelt werden.¹⁷³

8.2. Unternehmensplanung

8.2.1. Planungsprozess und -systematik

Die **Planung im Klöckner & Co-Konzern** umfasst einen Planungszeitraum von vier Jahren, im Unternehmen auch Budget genannt, und basiert auf IFRS-Rechnungsvorschriften. Das Budget besteht aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, einer Bilanzplanung sowie einer Cashflow-Planung.

Im Klöckner & Co-Konzern ist ein **regelmäßiger jährlicher Planungsprozess** implementiert.

Hierbei handelt es sich um einen iterativen Prozess aus **Top-down- und Bottom-up-Planung**. Top-down werden zentrale Vorgaben im Sinne von Guidelines durch den Vorstand an die Planungseinheiten gegeben, diese erstellen dann die jeweilige operative Planung Bottom-up, die anschließend mit dem Vorstand und Zentralcontrolling diskutiert und ggf. angepasst wird. Nach abschließender Verabschiedung der so abgestimmten Plandaten durch den Vorstand erfolgt die Freigabe der Planung durch den Aufsichtsrat.

Üblicherweise startet der Planungsprozess zeitlich Anfang September mit den strategischen Diskussionen vom Vorstand mit den CEO der Planungseinheiten; die Ableitung der zentralen Vorgaben bzw. Guidelines daraus erfolgt dann bis Mitte September eines Jahres. Die Planungseinheiten erhalten die Guideline mit Zeitvorgaben, makro-ökonomischen Prognosen (Oxford Economics), Zins- und Währungsvorgaben sowie dem Hinweis, dass die Planung im Einklang mit der Strategie 2030 stehen muss. Darüber hinaus werden den Planungseinheiten die Höhe der Umlagen der Zentralbereiche, die in den jeweiligen Planungen zu berücksichtigen sind, mitgeteilt. Erwartungen hinsichtlich Effizienzsteigerungen, Entwicklung von Working Capital oder Cashflows sind regelmäßig qualitativer Ausprägung. Die Bottom-up-Planungen werden sodann üblicherweise bis Mitte Oktober eines Jahres erstellt, mit dem Vorstand diskutiert und bis Mitte November eines Jahres finalisiert. Die Planung wird dann dem Aufsichtsrat zur Genehmigung vorgelegt. Die im Herbst 2025 erstellte Planung wurde vom Aufsichtsrat am 16. Dezember 2025 genehmigt.

¹⁷³ Vgl. Worthington Steel Inc., Geschäftsbericht 2025, S. 1 und S. 15 f.

Die Planwerte stellen grundsätzlich Erwartungswerte dar, darüber hinaus werden Best- und Worst-Case-Szenarien anhand der Variation verschiedener Kennzahlen zu Tonnage, Umsatz, Rohertrag, EBITDA, Investitionen und Mitarbeiter (FTE) dargestellt.

Die im Klöckner & Co-Konzern reportpflichtigen operativen **Planungseinheiten**, nach denen der Konzern gesteuert wird, sind Klöckner USA/Mexiko (KMC), Klöckner Deutschland (KMG), Klöckner Schweiz (DKG), Klöckner Österreich (KMAT) und Metering sowie bis zur Veräußerung auch die Becker Group, wobei KMC weiter regional in USA und Mexiko, und DKG in die rechtlichen Einheiten unterteilt wird. Darüber hinaus werden Planungen für die Holding sowie die übrigen nicht operativen Gesellschaften erstellt und im Segment Holding/Konsolidierung zusammengeführt.

Absatz und Umsatz der **Planungseinheiten des Stahlbereichs** werden zunächst ausgehend vom sog. Core Business (Kerngeschäft) – dabei handelt es sich um das Bestandsgeschäft vor Berücksichtigung strategischer Maßnahmen – geplant. Die Planung des Core Business orientiert sich dabei grundsätzlich am prognostizierten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts des jeweiligen regionalen Marktes sowie an den erwarteten Wachstumsraten der Kern-Abnehmerbranchen, wie z.B. der Bauindustrie, dem Maschinen- und Anlagenbau sowie der Automobilindustrie. Weiteres Umsatzwachstum wird seit dem Geschäftsjahr 2024 über konkret geplante strategische Maßnahmen berücksichtigt. Dafür werden die strategischen Maßnahmen jeder Planungseinheit auf jährlicher Basis mit Auswirkungen auf Absatz, Umsatz, Rohertrag, EBITDA, Investitionen und Net Working Capital entwickelt.

Die in der Planung angesetzten Absatzpreise je Tonne basieren auf den letzten zum Zeitpunkt der Planungserstellung verfügbaren Preisniveau im Stahlmarkt. Der Rohertrag (gross profit) je Tonne wird mit einer normalisierten Marge geplant, d.h. es werden keine sog. „Windfall-Profits oder -Losses“ geplant.

In der **Planungseinheit Metering** erfolgt die Umsatz- und Rohertragsplanung projektbezogen. Dabei werden bereits bekannte Projekte sowie noch zu akquirierende Projekte unterschiedlicher Größenordnungen mit unterschiedlichen Margen berücksichtigt. Darüber hinaus werden Umsätze aus Software und Wartung in Belgien in der Planung berücksichtigt.

Die Planung der Mitarbeiterzahl (**FTE**) wird an der geplanten Entwicklung der Absätze orientiert unter Berücksichtigung der qualitativen Vorgabe, dass im Planungszeitraum Effizienzsteigerungen realisiert werden. Die Personalaufwendungen berücksichtigen darauf aufbauend erwartbare Lohn- und Gehaltssteigerungen der jeweiligen Region.

Die **übrigen betrieblichen Aufwendungen** werden unter Berücksichtigung der Inflationserwartungen sowie der konkreten strategischen Maßnahmen geplant. Variable Kosten, wie beispielsweise Transportkosten, werden in Abhängigkeit der prognostizierten Absatzentwicklung geplant.

Die Planung des **Finanzergebnisses** erfolgt unter Berücksichtigung der Finanzierungsnotwendigkeiten und den zentral vorgegebenen Zinssätzen in den einzelnen Planungseinheiten.

Die **Steuerplanung** erfolgt lokal in den Planungseinheiten und wird vom Zentralbereich Steuern überprüft.

Die **integrierte Bilanz- und Cashflow-Planung** erfolgt unter Berücksichtigung der geplanten Entwicklung der Gewinn-und-Verlustrechnung sowie der zentralen Vorgaben, dass, soweit möglich, beim Net Working Capital Reduzierungen im Planungshorizont berücksichtigt werden und dass positive Cashflows realisiert werden können.

Die geplanten **Investitionen** werden nach Ersatzinvestitionen und Erweiterungsinvestitionen unterschieden, wobei die Erweiterungsinvestition auf konkretisierten strategischen Maßnahmen beruhen. Investition über T€ 500 sind dabei separat vom Budget vom Vorstand auf Basis von Projektanträgen zu genehmigen. Die Auswirkungen der Investitionen auf Absatz, Umsatz, Rohertrag, EBITDA und Net Working Capital sind dazu in einer vollumfänglichen Planungsrechnung des Investitionsvorhabens auszuführen.

Die Planungen werden in nationaler **Währung** erstellt und mit den zentral vorgegebenen Stichtagskursen umgerechnet.

Für die **technische Umsetzung** der Planung werden den Planungseinheiten sog. Master-Dateien in Microsoft Excel zur Verfügung gestellt. Die Festlegung der Planungseinheiten orientiert sich an der in der Konsolidierungssoftware BOFC (SAP Business Objects Financial Consolidation) hinterlegten Konzernstruktur. Die in Excel erstellten Planungen werden anschließend in BOFC hinterlegt und konsolidiert. Das erste Planjahr wird monatlich geplant, die Folgejahre in Jahresscheiben.

Zum Ende des zweiten Quartals eines jeden Jahres wird regelmäßig ein Forecast für das laufende Geschäftsjahr erstellt.

Aufgrund des Verkaufs der Becker-Gruppe (vgl. Abschnitt 5.2. dieses Berichts) sowie geänderter Einschätzungen hinsichtlich der makroökonomischen Aussichten und geopolitischen Lage mit Auswirkungen auf den Klöckner & Co-Konzern wurden im Rahmen der Erstellung des **Forecasts für das zweite Quartal 2026** auch die Folgejahre 2027

bis 2029 an die geänderten Erwartungen und Rahmenbedingungen angepasst. Diese Budget-Aktualisierung begann Ende Juni 2026 und wurde Anfang August 2026 mit einem Workshop mit dem Vorstand beendet. Der Vorstand beschloss die aktualisierte Planung, die auskunftsgemäß die Basis für den im September startenden üblichen Planungsprozess für das nächste Budget ist, am 5. August 2026. Die aktualisierte Planung wurde sodann dem Aufsichtsrat zur Kenntnis gebracht und von diesem am 8. September 2026 beschlossen.

Ausgehend von der vom Vorstand erstellten Managementplanung ist im Rahmen der Ableitung eines Unternehmenswerts nach IDW S 1 i.d.F. 2026 durch den Bewertungsgutachter eine Prognose der plausiblen Erwartungswerte der Zukunftserfolge vorzunehmen, die dann die Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts bilden. Hierbei sind die Ergebnisse der Plausibilitätsbeurteilung der Managementplanung zu berücksichtigen.¹⁷⁴ Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund methodisch sachgerecht die **Zukunftserfolgsplanung** ausgehend von der Managementplanung der KCO abgeleitet. Der Bewertungsgutachter hat hierzu im Detailplanungszeitraum bewertungstechnische Anpassungen der operativen Planung der KCO durchgeführt, soweit dies zur konsistenten Abbildung des Unternehmenswerts erforderlich war. Weiter wurde eine Konvergenzphase sowie die Planung für den Zeitraum der ewigen Rente ausgehend von der Managementplanung der KCO abgeleitet. Wir verweisen auf den Abschnitt 8.2.6. dieses Berichts.

Die Planung, die der Bewertung zugrunde liegt, enthält keine potenziellen **Synergieeffekte** zwischen der Worthington Steel, Inc., oder deren Tochterunternehmen mit dem Klöckner & Co-Konzern.

Worthington Steel, Inc., hat in einer Investorenpräsentation vom 16. Januar 2026 Details zur Schätzung der Synergiepotenziale in Höhe von rd. US-Dollar 150 Mio. p.a. (sog. Run-Rate ohne Cost to Achieve) öffentlich kommuniziert.¹⁷⁵ Sie sollen insb. auf die Beschaffungs-, Logistik-, Prozess- und Overheadkosten, Cross Selling sowie sonstigen Effizienzsteigerungen im nordamerikanischen Geschäft beider Unternehmen entfallen. Diese Schätzungen möglicher Synergieeffekte wurden ausschließlich von der Worthington Steel, Inc., im Zuge der Vorbereitung des Übernahmeangebots – ohne Mitwirkung von KCO – entwickelt. Die kommunizierten möglichen Synergieeffekte sind weder durch KCO verifiziert noch gemeinsam durch Worthington Steel, Inc. und KCO konkretisiert oder im Rahmen eines detaillierten Integrationskonzepts verabschiedet.

¹⁷⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 54f.

¹⁷⁵ Vgl. Worthington Steel Investor Relations Präsentation, "Worthington Steel to Acquire Kloeckner & Co." vom 16. Januar 2026.

Die Höhe der möglichen Synergiepotenziale wurden von WS mit der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots am 15. Januar 2026 veröffentlicht. Das Übernahmeangebot sah von vornherein eine Mindestannahmeschwelle von 65 % des Grundkapitals der KCO vor. Vorbehaltlich des Erreichens der Mindestannahmeschwelle enthielt das Übernahmeangebot bereits die Absicht einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (im Folgenden auch „BGAV“) abschließen zu wollen.¹⁷⁶ Bereits mit Ablauf der initialen Annahmefrist am 26. März 2026 hatte WS die (herabgesetzte) Annahmequote erreicht und in der Folge am 27. März 2026 die Absicht zum Abschluss eines BGAV angekündigt. Dies erfolgte in der Annahme über die zum Abschluss des BGAV notwendige Mehrheit von 75 % plus eine Stimme des auf der Hauptversammlung anwesenden Grundkapitals verfügen zu können.

Wir haben sowohl mit der KCO als auch mit Vertretern der Worthington Steel, Inc., zu der Einschätzung über mögliche Synergien und deren Konkretisierung gesprochen und die dazu vorliegende Dokumentationslage eingesehen. Ebenso haben wir uns den Status des im Rahmen des Business Combination Agreement mit Datum vom 15. Januar 2026 vorgesehenen sog. „Integration Committee“, welches in beratender Funktion (ohne Einschränkung der Entscheidungskompetenz der Gesellschaftsorgane beider Unternehmen), die schnellstmögliche und vollständige Integration beider Gesellschaften nach Wirksamkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vorbereiten soll, erläutern lassen. Worthington Steel, Inc., hat danach vereinfachte Abschätzungen zu möglichen Potenzialen der genannten Synergien in den einzelnen Bereichen vorgenommen. Hierbei erfolgte die Kommunikation der Synergien unter der Annahme, dass ein BGAV nach Erfolg des Übernahmeangebots geschlossen wird. Seitens KCO sind bisher keine quantitativen Abschätzungen von Synergiepotenzialen vorgenommen worden. Zudem unterliegt KCO als abhängiges Unternehmen im faktischen Konzern entsprechenden rechtlichen Einschränkungen, wie dem Erfordernis eines Nachteilsausgleichs durch das herrschende Unternehmen nach § 311 AktG. Dies führt dazu, dass Maßnahmen, die primär zur Realisierung von Synergien für Worthington Steel bzw. die kombinierte Unternehmensgruppe dienen, die Wirksamkeit des BGAV erfordern. Ein Aktionsplan mit konkreten Maßnahmen wurde bisher nicht entwickelt, das Integration Committee hat sich bisher lediglich auf die Bereitstellung und Überleitung von Daten für den Konzernabschluss von Worthington Steel, Inc., unter Einbeziehung der KCO fokussiert. Wir haben bei der Auswertung der verfügbaren Unterlagen sowie den geführten Gesprächen keine Anhaltspunkte gefunden, die darauf schließen lassen, dass Synergien bereits

¹⁷⁶ Vgl. Angebotsunterlagen über das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot (Barangebot) der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der KCO zum Erwerb sämtlicher von ihnen gehaltenen nennwertlosen auf den Namen lautenden Stückaktien der KCO gegen eine Geldleistung in Höhe von € 11,00 je Aktie der KCO vom 5. Februar 2026, S. 31.

hinreichend konkretisiert worden wären oder vor Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages beabsichtigt oder möglich wären.

Zusammengefasst ist zur Planungssystematik folgendes festzuhalten:

Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und in Stichproben auf rechnerische und inhaltliche Konsistenz in zeitlicher Hinsicht, im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz sowie den Zusammenhang zu den Detailplänen geprüft. Die materiellen Planungsprämissen haben wir uns von den Planungsverantwortlichen, Mitarbeitern der Gesellschaft und dem Bewertungsgutachter erläutern lassen und – soweit möglich – gegen die Markt- und Wettbewerbserwartungen gespiegelt sowie auf inhaltliche Konsistenz geprüft. Ebenso haben wir analysiert, ob sich aus der Vergangenheit Anhaltspunkte ergeben, die gegen die Plausibilität der Planung sprechen.

Insgesamt halten wir die der Bewertung von KCO zugrunde gelegte Zukunftserfolgsplanung vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells sowie unserer Analysen zum Planungsprozess und zur Planungssystematik grundsätzlich für geeignet, um daraus den Zukunftserfolgswert der KCO abzuleiten.

8.2.2. Vergangenheitsanalyse

Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.

Nachfolgend wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von KCO auf Konzernebene für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Grundlage der geprüften Konzernabschlüsse dargestellt, wobei die Struktur der Darstellung an die Planungssystematik angepasst wurde.

Ertragslage

Die Gewinn- und Verlustrechnung des Klöckner & Co-Konzerns stellt sich von 2023 bis 2025 wie folgt dar:

KCO Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Absatz (in Tto)	4.248,0	4.452,7	4.527,8
Gesamtleistung	6.954,4	6.590,5	6.384,4
Materialaufwand	- 5.797,1	- 5.477,7	- 5.180,6
Rohertrag	1.157,3	1.112,7	1.203,8
Personalaufwand	- 534,5	- 564,8	- 616,2
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	- 19,3	0,1	28,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 413,0	- 439,0	- 464,7
Transportkosten	- 125,5	- 133,4	- 138,7
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 85,3	- 88,0	- 88,2
Reparatur und Wartung	- 57,1	- 63,4	- 63,2
Sonstige Nettoaufwendungen	- 145,2	- 154,2	- 174,6
EBITDA	190,4	109,1	151,6
Abschreibungen	- 124,7	- 129,0	- 120,7
EBIT	65,7	- 19,9	30,9
Beteiligungserträge	- 3,6	- 1,6	- 1,6
Finanzergebnis	- 46,2	- 61,9	- 47,1
EBT	16,0	- 83,5	- 17,8
Steuern	- 16,3	- 62,2	- 35,5
Konzernergebnis	- 0,3	- 145,7	- 53,4

Bei steigenden Absatzmengen war die Ertragslage durch eine sinkende Gesamtleistung gekennzeichnet. Der Rückgang der Gesamtleistung war in erster Linie preisbedingt, da nach dem hohen Stahlpreisniveau im Zuge der COVID-19-Pandemie Anfang 2023 in den Folgejahren eine deutliche Preiskorrektur zu verzeichnen war.

Die Entwicklung war im betrachteten Vergangenheitszeitraum auch wesentlich durch verschiedene externe Zukäufe des Klöckner & Co-Konzerns geprägt: Im Segment KMC wurden im Geschäftsjahr 2023 wurde u.a. die National Material of Mexico (jetzt: Kloeckner Metals Service Centers de Mexico, Monterrey, Mexiko; im Folgenden auch „KMM“) mit Wirkung zum 1. August 2023, ausgewählte Vermögenswerte und Schulden der SOL Components LLC, Sacramento, USA mit Wirkung zum 1. Oktober 2023 und die Industrial Manufacturing Services Inc., Lancaster, South Carolina, USA, (International Machinery Sales, Inc. (IMS)) mit Wirkung zum 2. November 2023, erworben. Im Geschäftsjahr 2024 wurde die Amerinox Processing Inc., Camden, New Jersey, USA mit Wirkung zum 1. Juli 2024 erworben. Im März des Geschäftsjahres 2025 wurde die Ambo Stahl GmbH sowie die Haley Tool & Stamping Inc., Tennessee, USA erworben und im Juni die Simfloc AG, Frauenkappelen, Schweiz.

Parallel zu den Akquisitionen verkaufte KCO zur Verfolgung der strategischen Ausrichtung auf grundsätzlich höhermarginiges Geschäft im März 2024 die vier Landesgesellschaften in Frankreich, Großbritannien, den Niederlanden und Belgien, die als Distributionsgesellschaften im Konzern tätig waren. Darüber hinaus wurde im März 2025 die Tochtergesellschaft Kloeckner Metals Brasil und zum Ende des Geschäftsjahres 2025 in den USA acht Distributionsstandorte veräußert. Im Geschäftsjahr 2026 wurde schließlich die Veräußerung der Becker-Gruppe beschlossen (vgl. Abschnitt 5.2. dieses Berichts).

Die im Rahmen der Verfolgung der Strategie 2025 durchgeführten Transaktionen führten zu einer deutlichen Verschiebung im Umsatzmix, weg vom Distributionsgeschäft hin zu höherwertigem Geschäft der Service-Center-Verarbeitung sowie des HVAB. Der Anteil des Distributionsgeschäfts sank von rd. 29 % im Geschäftsjahr 2023 auf rd. 22 % im Geschäftsjahr 2025 und wird durch den Verkauf von acht Distributionsstandorten in den USA zum Ende des Geschäftsjahres 2025 im Jahr 2026 weiter sinken.

Vor dem Hintergrund, dass die Vergangenheitsanalyse grundsätzlich den Ausgangspunkt für die Plausibilisierung der Planung darstellt, wurden von KCO aus der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage die Daten der veräußerten Unternehmungen eliminiert. Insofern beziehen sich alle weiteren Ausführungen zur Vergangenheit auf eine mit dem Bewertungsstichtag vergleichbare Struktur des Klöckner & Co-Konzerns. Lediglich die veräußerten acht Distributionsstandorte wurden nicht bereinigt, da es sich hier nicht um separate rechtliche Einheiten handelte.

Die insoweit mit der Planung vergleichbare Ertragslage der letzten drei Geschäftsjahre vor weiteren Bereinigungen stellt sich danach wie folgt dar:

KCO Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Absatz (in Tto)	3.464,3	3.746,1	3.873,4
Gesamtleistung	5.909,3	5.779,3	5.627,4
Materialaufwand	- 4.827,6	- 4.698,2	- 4.474,7
Rohertrag	1.081,8	1.081,1	1.152,7
Personalaufwand	- 511,2	- 513,2	- 564,4
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	3,4	0,1	28,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 378,4	- 387,9	- 396,3
Transportkosten	- 96,6	- 107,1	- 113,6
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 78,7	- 83,0	- 83,0
Reparatur und Wartung	- 51,6	- 57,6	- 59,1
Sonstige Nettoaufwendungen	- 151,5	- 140,1	- 140,5
EBITDA	195,6	180,1	220,6
Abschreibungen	- 107,4	- 116,4	- 111,4
EBIT	88,1	63,7	109,3
Beteiligungserträge	- 3,6	- 1,6	- 1,6
Finanzergebnis	- 29,2	- 42,4	- 38,6
EBT	55,4	19,7	69,1
Steuern	- 16,3	- 62,2	- 35,5
Konzernergebnis	39,1	- 42,5	33,6
Rohertragsmarge	18,3%	18,7%	20,5%
Personalaufwandsquote	-8,7%	-8,9%	-10,0%
EBITDA-Marge	3,3%	3,1%	3,9%

Der **Absatz** erhöhte sich insgesamt von 3.464,3 Tto im Geschäftsjahr 2023 auf 3.873,4 Tto im Geschäftsjahr 2025. Während im Segment KMC die Absatzmengen im Wesentlichen durch Zukäufe in den USA und Mexiko von 2.466,1 Tto im Geschäftsjahr 2023 auf 2.932,6 Tto im Geschäftsjahr 2025 gesteigert werden konnten, wurden im Segment KME aufgrund einer schwachen Nachfrage sowie insbesondere der erhöhten Unsicherheit im Markt aufgrund der Zollpolitik der USA im Jahr 2025 nur geringere Zuwächse realisiert.

Im Segment KMC ging die **Gesamtleistung** von € 3.793,2 Mio. im Geschäftsjahr 2023 nach einem leichten Anstieg auf € 3.880,4 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 3.727,8 Mio. im Geschäftsjahr 2025 zurück. Im Segment KME lag die Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2023 bei € 2.116,3 Mio. und sank auf € 1.899,6 Mio. im Geschäftsjahr 2025. Ausschlaggebend hierfür war ein preisbedingter Umsatzrückgang, da nach dem deutlichen Preisanstieg im Jahr 2022 in Folge der COVID-19-Pandemie und der damit verbundenen Lieferkettenprobleme eine Normalisierung des Preisniveaus ab dem Geschäftsjahr 2023 zu beobachten war. Insgesamt war ein Rückgang der **Preise pro Tonne** von € 1.706 im Geschäftsjahr 2023 auf € 1.453 im Geschäftsjahr 2025 zu

verzeichnen. Insoweit überkompensierte der Preisrückgang das realisierte Mengenwachstum.

Die pro-forma Gesamtleistung, ohne die zum Ende des Geschäftsjahres 2025 veräußerten acht US-Standorte, sank von € 5.430,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 5.134,8 Mio. im Geschäftsjahr 2025 (wir verweisen hierzu auch auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten, Abschnitt 4.3.5.1., Tz. 269).

Der **Materialaufwand** beinhaltet im Wesentlichen Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie für bezogene Waren. Der Materialaufwand verringerte sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum, was auf das sinkende Preisniveau zurückzuführen war.

Durch den überproportional sinkenden Materialaufwand konnte die **Rohhertragsmarge** von rd. 18,3 % im Geschäftsjahr 2023 auf rd. 20,5 % im Geschäftsjahr 2025 gesteigert werden. Hier machte sich die erfolgreiche Umsetzung der Strategie hin zu höherwertigem und margenträchtigerem Geschäft sowie ein angepasstes Bestandsmanagement bemerkbar. Das Distributionsgeschäft ist stark abhängig von der Preisentwicklung auf dem Stahlmarkt und ermöglicht nur relativ geringe Margen. Das Service-Center-Geschäft sowie das HVA-Geschäft ermöglichen hingegen durch die höhere Wertschöpfungstiefe stabilere und höhere Margen, sodass die Auswirkungen der Stahlpreisentwicklung reduziert werden können.

Nach Regionen differenziert ergab sich folgende Entwicklung:

- In den **USA** waren im betrachteten Vergangenheitszeitraum 2023 bis 2025 steigende Absatzmengen von 2.169,8 Tto im Geschäftsjahr 2023 auf 2.334,5 Tto im Geschäftsjahr 2025 zu verzeichnen, was unter anderem auf die Akquisitionen der IMS (November 2023) und der Amerinox Processing Inc. (Juli 2024) zurückzuführen ist. Die positive Mengenentwicklung konnte den Rückgang des durchschnittlichen Preisniveaus von € 1.549 auf € 1.287 je Tonne jedoch nicht kompensieren, sodass die Gesamtleistung von € 3.360,3 Mio. auf € 3.003,8 Mio. zurückging. Die Rohhertragsmarge entwickelte sich nach einem leichten Rückgang auf 17,8 % im Geschäftsjahr 2024 insgesamt positiv und stieg im Geschäftsjahr 2025 auf 20,6 %, was die zunehmende Wertschöpfungsorientierung im Segment widerspiegelte.
- Die Entwicklung des Klöckner & Co SE-Konzerns in **Mexiko** war im betrachteten Zeitraum maßgeblich durch die Akquisition der National Material of Mexico (NMM) mit Wirkung zum 1. August 2023 geprägt, die zu einem deutlichen Anstieg des Absatzes von 296,5 Tto im Geschäftsjahr 2023 auf 588,0 Tto im

Geschäftsjahr 2024 führte. Die Gesamtleistung stieg akquisitionsbedingt zunächst deutlich von € 442,6 Mio. auf € 788,4 Mio. an, bevor sie im Geschäftsjahr 2025 aufgrund rückläufiger Durchschnittspreise und Absatzmengen auf € 731,2 Mio. zurückging. Die Rohertragsmarge profitierte von der NMM-Akquisition und stieg von 11,3 % im Geschäftsjahr 2023 auf 14,4 % im Geschäftsjahr 2024, bevor sie im Geschäftsjahr 2025 auf 13,7 % leicht nachgab.

- Aufgrund der anhaltend schwachen Nachfrage sank zwischen den Geschäftsjahren 2023 und 2025 der Absatz in **Deutschland** um durchschnittlich rd. 5,4 % p.a. auf 417,9 Tto, während die Gesamtleistung mit rd. -11,9 % p.a. aufgrund des zudem stetig gesunkenen Preisniveaus deutlich stärker auf € 621,9 Mio. zurückging. Der durchschnittliche Preis je Tonne sank somit von € 1.717 je Tonne im Geschäftsjahr 2023 auf € 1.488 je Tonne im Geschäftsjahr 2025. Gleichzeitig stieg die Rohertragsmarge von rd. 13,2 % im Geschäftsjahr 2023 auf rd. 16,7 % im Geschäftsjahr 2025 aufgrund der Verschiebung zum höherwertigen Geschäft.
- Das Geschäft in der **Schweiz** zeichnet sich im Vergleich zu den übrigen Regionen durch ein deutlich höheres Preis- und Margenniveau aus, was auf den hohen Anteil spezialisierter, wertschöpfungsintensiver Produkte und Dienstleistungen zurückzuführen ist. Nach einem mengen- und preisbedingten Rückgang der Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2024 stabilisierte sich diese im Geschäftsjahr 2025 auf € 1.046 Mio. trotz weiter sinkender Durchschnittspreise aufgrund leicht steigender Absatzmengen. Die Rohertragsmarge bewegte sich im gesamten Zeitraum mit rd. 24,9 % bis 26,0 % auf einem relativ hohen Niveau und unterstreicht die stärkere Ausrichtung auf höherwertige Bearbeitungs-, Service- und Installationsleistungen.

Im **Personalaufwand** werden sowohl eigene Mitarbeiter wie auch Fremdpersonal ausgewiesen. Die Personalaufwendungen stiegen von € 511,2 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 564,4 Mio. im Geschäftsjahr 2025, die Personalaufwandsquote stieg damit von rd. 8,7 % auf rd. 10,0 %. Von den Aufwendungen entfallen rd. 4,0 % auf Fremdarbeiter. Neben einer Erhöhung der Mitarbeiteranzahl um 535 (FTE) im betrachteten Zeitraum auf 5.850 FTE zum Ende des Geschäftsjahres 2025, maßgeblich bedingt durch die erfolgten Zukäufe, war der Anstieg im Wesentlichen auf Lohn- und Gehaltssteigerungen sowie gestiegene Aufwendungen für Altersversorgung zurückzuführen. Der Personalaufwand war in der Vergangenheit durch Restrukturierungsmaßnahmen belastet, die sich im Geschäftsjahr 2023 auf € 4,8 Mio. und in den beiden Folgejahren auf € 5,0 Mio. bzw. € 8,2 Mio. beliefen.

Das **Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten** beinhaltet den Saldo aus Erträgen und Aufwendungen aus der Veräußerung von Vermögensgegenständen.

Im Geschäftsjahr 2023 wurden Erträge aus der Veräußerung von Vermögenswerten i.H.v. € 3,4 Mio. realisiert. Im Geschäftsjahr 2024 wurden Erträge aus Veräußerungen von Vermögensgegenständen in Höhe von € 0,1 Mio. und im Geschäftsjahr 2025 durch die Veräußerung der Distributionsstandorte in den USA in Höhe von € 28,6 Mio. erzielt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** stiegen von rd. 6,4 % der Gesamtleistungen im Geschäftsjahr 2023 auf rd. 7,0 % im Geschäftsjahr 2025. Neben einer deutlichen Zunahme der Transportkosten um € 17,0 Mio. im betrachteten Zeitraum trugen die Aufwendungen für Reparatur und Wartung mit einem Anstieg von € 7,5 Mio. zur Erhöhung sowie die sonstigen Nettoaufwendungen mit einem Rückgang von rd. € 11,0 Mio. insgesamt zur Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um € 17,9 Mio. bei.

Ursächlich für die erhöhten Transportaufwendungen war neben dem gestiegenen Absatz ein Anstieg der Frachtraten. Die Transportaufwendungen je Tonne erhöhten sich demnach von rd. € 28 je Tonne im Geschäftsjahr 2023 auf rd. € 29 je Tonne im Geschäftsjahr 2025.

Die variablen Aufwendungen für Betriebsmittel und Werkzeuge resultieren im Wesentlichen aus Treibstoffen und Verpackung, die sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum um € 4,3 Mio. erhöhten.

Ebenso erhöhten sich die Aufwendungen für Reparatur und Wartung um € 7,5 Mio. im Zeitraum von 2023 bis 2025. Ursächlich für diese Kostensteigerungen waren neben der erhöhten Tonnage die allgemeinen zu verzeichnenden Preiserhöhungen.

Unter den sonstigen Nettoaufwendungen werden abweichend vom Ausweis in den Geschäftsberichten sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen saldiert ausgewiesen. Dabei handelt es sich um einen Sammelposten, unter dem u.a. Kursgewinne und -verluste, Erträge aus Dienstleistungen für veräußerte Geschäftsaktivitäten, Erträge aus Unternehmenserwerben (sog. lucky buy), Schadensvorfällen und Schadensersatzleistungen, Erträge aus dem Verkauf von IP-Adressen sowie Forderungsverluste ausgewiesen werden. (im Hinblick auf die dazu erfolgten Bereinigungen verweisen wir auch auf Abschnitt 4.3.5. des Bewertungsgutachtens). Daneben sind die üblichen sonstigen betrieblichen Aufwendungen, wie etwa Reise- und Werbekosten, Rechts- und Beratungsaufwendungen, Kommunikationskosten, Mietaufwendungen oder Fremddienstleistungen hier ausgewiesen.

Das **EBITDA** konnte aufgrund der dargestellten Entwicklung insb. aufgrund des verbesserten Rohertrags von € 195,6 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 220,6 Mio. im Geschäftsjahr 2025 gesteigert werden; die EBITDA-Marge erhöhte sich korrespondierend

von rd. 3,3 % auf rd. 3,9 %. Der unterproportionale Anstieg des EBITDA im Vergleich zum Rohertrag war insbesondere auf die erhöhten Transportkosten sowie Nettoaufwendungen zurückzuführen.

Die **Abschreibungen** resultieren in erster Linie aus dem Sachanlagevermögen, in geringerem Umfang aus immateriellen Vermögensgegenständen.

Insgesamt konnte so ein Anstieg des **EBIT** um € 21,2 Mio., von € 88,1 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 109,3 Mio. im Geschäftsjahr 2025, verzeichnet werden.

Das **Beteiligungsergebnis** resultierte aus Dividenden sowie Bewertungsergebnissen der nicht konsolidierten verbundenen Unternehmen und sonstigen Beteiligungen.

Das **Finanzergebnis** beinhaltet Zinserträge und Zinsaufwendungen sowie die Zinseffekte aus Leasingverhältnissen und den Pensionsrückstellungen bzw. dem Deckungsvermögen. Die deutliche Verschlechterung des Finanzergebnisses im Geschäftsjahr 2024 war auf eine steigende Inanspruchnahme von Finanzierungslinien sowie gestiegene Zinssätze zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2025 beliefen sich die Zinserträge auf € 3,9 Mio., die Zinsaufwendungen auf € 42,8 Mio.

Die **Ertragsteuern** berücksichtigen Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, ausländische Ertragsteuern sowie latenten Steuern. In Folge länderspezifischer Steuervorschriften, steuerlich nicht abzugsfähiger Aufwendungen sowie Verlustvorträgen kann die Steuerquote stark schwanken und von den nominalen Steuersätzen abweichen.

Das **Konzernergebnis** schwankte in Folge der vorstehend beschriebenen Entwicklung sowie der Steuereffekte stark und ging von € 39,1 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € - 42,5 Mio. im Folgejahr zurück, um im Geschäftsjahr 2025 wieder auf € 33,6 Mio. anzusteigen.

Vermögenslage

Die Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage des Klöckner & Co-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 stellt sich wie folgt dar:

KCO Aktiva in € Mio.	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	202,5	203,0	175,8
Sachanlagen	561,8	605,7	601,9
Leasingvermögensgegenstände	121,3	134,5	148,2
Sonstiges Anlagevermögen	32,8	32,5	26,1
Anlagevermögen	918,4	975,7	952,0
Vorräte	1.118,6	1.098,6	976,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	654,6	639,7	616,8
Sonstige Vermögenswerte	645,9	337,4	342,9
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	141,5	119,6	59,9
Umlaufvermögen	2.560,6	2.195,3	1.996,2
Summe Aktiva	3.479,0	3.171,0	2.948,2

KCO Passiva in € Mio.	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Eigenkapital	1.474,3	1.460,7	1.385,1
Langfristige Rückstellungen	34,7	27,4	24,9
Kurzfristige Rückstellungen	106,8	99,6	103,6
Rückstellungen	141,5	126,9	128,5
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	772,5	731,9	544,8
Leasingverbindlichkeiten	131,2	147,1	208,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	613,3	571,7	552,0
Sonstige Verbindlichkeiten	346,3	132,7	129,1
Verbindlichkeiten	1.863,3	1.583,3	1.434,7
Summe Passiva	3.479,0	3.171,0	2.948,2

Die **Bilanzsumme** reduzierte sich von € 3.479,0 Mio. zum 31. Dezember 2023 auf € 2.948,2 Mio. zum 31. Dezember 2025, was einem Rückgang um rd. € 530,8 Mio. bzw. rd. 15,3 % entspricht. Die Bilanzstruktur verschob sich dabei zugunsten des Anlagevermögens, dessen Anteil an der Bilanzsumme von rd. 26,4 % im Geschäftsjahr 2023 auf rd. 32,3 % im Geschäftsjahr 2025 anstieg, während der Anteil des Umlaufvermögens korrespondierend von rd. 73,6 % auf rd. 67,7 % zurückging.

Das **Anlagevermögen** erhöhte sich von € 918,4 Mio. zum 31. Dezember 2023 auf € 952,0 Mio. zum 31. Dezember 2025 und stieg damit um rd. € 33,6 Mio. bzw. rd. 3,7 %:

- Die Sachanlagen bildeten den wesentlichen Treiber dieser Entwicklung und stiegen von € 561,8 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 601,9 Mio. im Geschäftsjahr 2025. Der Anstieg war auf eine Kombination aus Instandhaltungs- und

Wachstumsinvestitionen zurückzuführen, wobei der Schwerpunkt zunehmend auf kapazitäts- und margensteigernden Initiativen lag, insbesondere im Bereich der höherwertigen Anarbeitung (HVAB) und im Segment Nordamerika. Die Investitionen beliefen sich in den Geschäftsjahren 2023 bis 2025 auf € 88,2 Mio., € 110,3 Mio. bzw. € 111,9 Mio. und spiegelten eine klar wachstumsorientierte Investitionsallokation im Einklang mit der strategischen Positionierung des Konzerns wider.

- Innerhalb des Anlagevermögens stiegen die Leasingvermögensgegenstände von € 121,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 148,2 Mio. im Geschäftsjahr 2025 und reflektierten den Ausbau des Standortnetzes sowie Verlängerungen bestehender Mietverträge.
- Die immateriellen Vermögensgegenstände reduzierten sich von € 202,5 Mio. auf € 175,8 Mio., was im Wesentlichen auf planmäßige Abschreibungen zurückzuführen war.
- Die sonstigen langfristigen Vermögensgegenstände verringerten sich von € 32,8 Mio. auf € 26,1 Mio. Die langfristigen sonstigen finanziellen Vermögenswerte umfassten im Wesentlichen Beteiligungen und Ausleihungen.

Das **Umlaufvermögen** reduzierte sich von € 2.560,6 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 1.996,2 Mio. im Geschäftsjahr 2025, was einem Rückgang um rd. € 564,4 Mio. bzw. rd. 22,0 % entspricht:

- Die Vorräte verzeichneten einen Rückgang von € 1.118,6 Mio. auf € 976,6 Mio. Die Reduktion war insbesondere auf aktives Working-Capital-Management, rückläufige Preisniveaus sowie einen gezielten Bestandsabbau zurückzuführen. Darüber hinaus wirkten sich Portfolioeffekte, insbesondere aus dem Verkauf von US-Standorten, mindernd aus. Ein Teil der Vorräte wird gemäß IAS 2 zum Nettoveräußerungswert bewertet. Die Wertberichtigungen gingen von € 29,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 über € 28,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf € 21,1 Mio. im Geschäftsjahr 2025 zurück, was den Abverkauf bereits abgewerteter Bestände sowie eine Stabilisierung der Preise widerspiegelte.
- Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen reduzierten sich moderat von € 654,6 Mio. auf € 616,8 Mio. Im Rahmen des europäischen ABS-Programms verkaufen die beigetretenen operativen Tochtergesellschaften täglich ihren gesamten Forderungsbestand ohne Abschlag an eine Ein Zweckgesellschaft in Irland (sog. „True-Sale-Struktur“), wodurch liquide Mittel generiert werden.
- Die sonstigen Vermögenswerte gingen deutlich von € 645,9 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 342,9 Mio. im Geschäftsjahr 2025 zurück. Im Geschäftsjahr 2023 waren noch zur Veräußerung vorgesehene Vermögenswerte enthalten. Zu den

Bestandteilen zählen insbesondere Vertragsvermögenswerte, die im Wesentlichen Lagerbestände in Konsignationslagern, mengenabhängige Lieferantenjahresboni und noch nicht abgerechnete Leistungen im Rahmen des Projektgeschäfts (Metering-Business) umfassen, sowie ein aktiver Überhang aus Pensionsverpflichtungen. Der Aktivüberhang besteht aus Pensionsverpflichtungen in Deutschland und der Schweiz in Höhe von insgesamt € 226,0 Mio., die aufgrund der vertraglichen Ausgestaltung sowie der rechtlichen Vorgaben der KCO liquiditätsmäßig nicht zur Verfügung stehen.

- Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente reduzierten sich von € 141,5 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 59,9 Mio. im Geschäftsjahr 2025. Eine isolierte Betrachtung der Zahlungsmittel ist jedoch nur bedingt aussagekräftig, da im gleichen Zeitraum ein Rückgang der Bruttofinanzverbindlichkeiten auf der Passivseite von rd. € 904 Mio. auf rd. € 754 Mio. und damit der Nettoverschuldung von rd. € 762 Mio. auf rd. € 694 Mio. zu verzeichnen war. KCO verfügt über eigenständige Finanzierungsinstrumente sowie automatisiertes Cash Pooling in allen relevanten Währungsräumen. Da die operativen Geschäfte bargeldlos abgewickelt werden, bestehen keine nennenswerten Mindestliquiditätsreserven; die Steuerung der Liquiditätsreserven erfolgt zentral über die KCO.

Auf der **Passivseite** war ein Rückgang des Eigenkapitals von € 1.474,3 Mio. zum 31. Dezember 2023 auf € 1.385,1 Mio. zum 31. Dezember 2025 zu verzeichnen. Die bilanzielle **Eigenkapitalquote** stieg gleichwohl von rd. 42,4 % auf rd. 47,0 %.

Die **Rückstellungen** reduzierten sich von € 141,5 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 128,5 Mio. im Geschäftsjahr 2025. Darin sind unter den kurzfristigen Rückstellungen u.a. Personalrückstellungen für Urlaub und Elternzeit sowie in den langfristigen Rückstellungen für Pensionen, Jubiläen und Rekultivierungsverpflichtungen enthalten.

Die **Verbindlichkeiten** verringerten sich insgesamt von € 1.863,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 1.434,7 Mio. im Geschäftsjahr 2025, was einem Rückgang um rd. € 428,6 Mio. bzw. rd. 23,0 % entsprach:

- Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sanken von € 772,5 Mio. auf € 544,8 Mio. und reflektierten die aktive Steuerung des Finanzierungsportfolios. Die Konzernfinanzierung erfolgte diversifiziert über ein Portfolio verschiedener Finanzierungsinstrumente, bestehend aus zwei syndizierten Krediten (KCO und Schweiz), einem ABS-Programm (Deutschland), zwei ABL-Fazilitäten (USA und Mexiko) sowie bilateralen Kreditvereinbarungen.

- Die Leasingverbindlichkeiten stiegen von € 131,2 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 208,8 Mio. im Geschäftsjahr 2025 und korrespondierten mit dem Anstieg der Leasingvermögensgegenstände auf der Aktivseite.
- Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gingen von € 613,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 552,0 Mio. im Geschäftsjahr 2025 zurück, was einen Working-Capital-Ansatz mit durchschnittlichen Zahlungszielen im mittleren Bereich von rd. 40 Tagen widerspiegelte.
- Die sonstigen Verbindlichkeiten reduzierten sich deutlich von € 346,3 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf € 129,1 Mio. im Geschäftsjahr 2025, was im Wesentlichen auf den Wegfall von Verbindlichkeiten, die direkt mit als zur Veräußerung klassifizierten Vermögenswerten verbunden sind, im Laufe des Geschäftsjahres 2024 zurückzuführen sind.

8.2.3. Bereinigungen

Der Bewertungsgutachter hat die in den Konzernabschlüssen von KCO ausgewiesenen Sondereffekte, soweit sie nicht die Becker-Gruppe betrafen, sowie darüber hinaus weitere Bereinigungen der Vergangenheitsposten um einmalige und außerordentliche Beträge vorgenommen. Wir haben die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen inhaltlich nachvollzogen; sie sind in nachfolgender Tabelle wiedergegeben:

KCO Bereinigungen in € Mio.	Ist 2023	Ist 2024	Ist 2025
Absatz (in Tto)			
Gesamtleistung			
Materialaufwand		0,7	
Rohertrag		0,7	
Personalaufwand	4,8	5,0	9,8
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	- 4,7	0,4	- 10,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 6,5	- 1,4	9,9
Transportkosten			
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge			
Reparatur und Wartung			
Sonstige Nettoaufwendungen	- 6,5	- 1,4	9,9
EBITDA	- 6,5	4,7	9,5
Abschreibungen			
EBIT	- 6,5	4,7	9,5

Die Bereinigungen betreffen u.a. Restrukturierungsmaßnahmen, Veräußerungsergebnisse von Vermögensgegenständen, Kursgewinne und -verluste sowie Erträge aus Unternehmenserwerb. Zu den Details verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten, Abschnitt 4.3.5.1., Tz. 251ff.

Die bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung des Klöckner & Co-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 stellt sich danach wie folgt dar:

KCO Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	Ist bereinigt 2023	Ist bereinigt 2024	Ist bereinigt 2025
Absatz (in Tto)	3.464,3	3.746,1	3.873,4
Gesamtleistung	5.909,3	5.779,3	5.627,4
Materialaufwand	- 4.827,6	- 4.697,5	- 4.474,7
Rohertrag	1.081,8	1.081,7	1.152,7
Personalaufwand	- 506,4	- 508,2	- 554,6
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	- 1,4	0,6	18,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 384,9	- 389,3	- 386,4
Transportkosten	- 96,6	- 107,1	- 113,6
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 78,7	- 83,0	- 83,0
Reparatur und Wartung	- 51,6	- 57,6	- 59,1
Sonstige Nettoaufwendungen	- 158,0	- 141,5	- 130,6
EBITDA	189,1	184,8	230,1
Abschreibungen	- 107,4	- 116,4	- 111,4
EBIT	81,7	68,4	118,8
Rohertragsmarge	18,3%	18,7%	20,5%
Personalaufwandsquote	-8,6%	-8,8%	-9,9%
EBITDA-Marge	3,2%	3,2%	4,1%

8.2.4. Analyse der Planungsgüte

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir die Planungsgüte im Klöckner & Co-Konzern für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 analysiert. Dazu haben wir die Planwerte aus den Vorjahren den realisierten Ist-Werten auf Konzernebene gegenübergestellt. Analog zur Darstellung der Ertragslage (vgl. Abschnitt 8.2.2. dieses Berichts) wurden die Planwerte sowie die Ist-Werte um die veräußerten Gesellschaften im betrachteten Zeitraum sowie die im Jahr 2026 veräußerte Becker-Gruppe bereinigt.

KCO Planabweichungen	2023		Abweichung	
	Ist	Plan	absolut	in %
Absatz in Tto	3.464,3	3.539,6	- 75,3	-2,1%
Gesamtleistung in € Mio.	5.909,3	6.078,4	- 169,1	-2,8%
EBITDA in € Mio.	195,6	221,2	- 25,7	-11,6%

KCO Planabweichungen	2024		Abweichung	
	Ist	Plan	absolut	in %
Absatz in Tto	3.746,1	4.083,6	- 337,5	-8,3%
Gesamtleistung in € Mio.	5.779,3	6.366,8	- 587,6	-9,2%
EBITDA in € Mio.	180,1	312,2	- 132,1	-42,3%

KCO Planabweichungen	2025		Abweichung	
	Ist	Plan	absolut	in %
Absatz in Tto	3.873,4	4.108,1	- 234,7	-5,7%
Gesamtleistung in € Mio.	5.627,4	6.109,6	- 482,2	-7,9%
EBITDA in € Mio.	220,6	301,0	- 80,4	-26,7%

Im **Geschäftsjahr 2023** lag sowohl der geplante Absatz wie auch die Gesamtleistung leicht unterhalb der Planwerte. Diese Planverfehlung ist auf Absatzebene im Wesentlichen auf die herausfordernden makroökonomischen Rahmenbedingungen in Europa zurückzuführen, die die Stahlnachfrage insbesondere in den für KCO relevanten Abnehmerbranchen dämpften. Auf Ebene des EBITDA lag der Ist-Wert um rd. € 26 Mio. bzw. rd. -11,6 % unterhalb des geplanten Werts, wobei die Planverfehlung des EBITDA auf die Planverfehlung der Gesamtleistung sowie auf Wechselkursverluste zurückzuführen ist.

Auch im **Geschäftsjahr 2024** lagen Absatz und Gesamtleistung im einstelligen Prozentbereich unterhalb der Planwerte. Ursächlich für die Abweichung waren die weiterhin gedämpfte Stahl- und Metallnachfrage, wohingegen in der Planung von einer zunehmenden Nachfragedynamik ausgegangen wurde. In Folge der fehlenden Volumina und der damit ausbleibenden Fixkostendegression wurde das EBITDA deutlich mit rd. -42,3 % verfehlt.

Die Planabweichungen bei Absatz und Gesamtleistung lagen auch im **Geschäftsjahr 2025** wieder im negativen einstelligen Prozentbereich. Auch für diese Planung war KCO von einer sich erholenden Nachfrage ausgegangen, die jedoch aufgrund anhaltender wirtschaftlicher Unsicherheiten sowie der Zollpolitik in den USA nicht eintrat. Auch das Preisniveau lag im Ist unterhalb des Planwerts. Damit lagen die Abweichungen beim EBITDA wieder aufgrund der Planverfehlungen bei der Gesamtleistung und damit

einhergehender fehlender Fixkostendegression sowie in geringem Umfang aufgrund von Sondereffekten bei rd. -26,7 %.

Die Analyse der historischen Planungsgüte im Klöckner & Co-Konzern zeigt, dass die erwartete Nachfragedynamik in der Vergangenheit regelmäßig überschätzt wurde. Die Marktstabilisierung stellte sich über den betrachteten Zeitraum tatsächlich wesentlich langsamer und weniger ausgeprägt dar, als zu den jeweiligen Planungszeitpunkten prognostiziert. Diese eher optimistische Grundhaltung der Planungsverantwortlichen gibt vor dem Hintergrund des Bewertungsanlasses keinen Anhaltspunkt dafür, dass die Planung als Grundlage für die Ableitung eines Unternehmenswertes nicht geeignet wäre.

8.2.5. Managementplanung

Die der Bewertung zugrunde gelegte Planung des Klöckner & Co-Konzerns für die Geschäftsjahre 2026 bis 2029 stellt sich, ausgehend von den bereinigten Ist-Werten des Geschäftsjahres 2025, wie folgt dar:

KCO Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	Ist bereinigt 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
Absatz (in Tto)	3.873,4	3.673,1	3.833,4	4.140,0	4.335,1
Gesamtleistung	5.627,4	5.757,8	6.096,4	6.566,5	6.901,3
Materialaufwand	- 4.474,7	- 4.588,9	- 4.854,8	- 5.209,5	- 5.471,4
Rohertrag	1.152,7	1.168,8	1.241,6	1.357,0	1.429,8
Personalaufwand	- 554,6	- 536,9	- 556,1	- 573,6	- 591,9
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	18,5	29,4	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 386,4	- 406,4	- 401,5	- 434,9	- 459,7
Transportkosten	- 113,6	- 138,2	- 134,7	- 150,8	- 160,5
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 83,0	- 82,0	- 89,0	- 102,4	- 110,2
Reparatur und Wartung	- 59,1	- 53,9	- 57,2	- 60,2	- 61,2
Sonstige Nettoaufwendungen	- 130,6	- 132,3	- 120,6	- 121,4	- 127,8
EBITDA	230,1	255,0	284,0	348,5	378,2
Abschreibungen	- 111,4	- 126,7	- 117,3	- 135,4	- 144,4
EBIT	118,8	128,2	166,8	213,1	233,8
Preis pro Tonne	1.452,8	1.567,6	1.590,3	1.586,1	1.591,9
Rohertragsmarge	20,5%	20,3%	20,4%	20,7%	20,7%
Personalaufwandsquote	-9,9%	-9,3%	-9,1%	-8,7%	-8,6%
EBITDA-Marge	4,1%	4,4%	4,7%	5,3%	5,5%

Die Planungsrechnung sieht ausgehend vom bereinigten Geschäftsjahr 2025 einen deutlichen Wachstumspfad bei Absatz, Gesamtleistung und EBITDA vor. Die Planung bildet damit die beabsichtigten Maßnahmen zur Umsetzung der Strategie 2030 „Leveraging Strengths – Step Up 2030“ ab; vgl. Abschnitt 5.3. dieses Berichts.

Der **Absatz** wird ausgehend von 3.873,4 Tto im Geschäftsjahr 2025 zunächst rückläufig im Forecast 2026 auf 3.673,1 Tto erwartet, was im Wesentlichen auf die Veräußerung der acht Distributionsstandorten in den USA zurückzuführen ist, die im Geschäftsjahr 2025 einen Absatz von 363,8 Tto erzielten; vgl. Abschnitt 8.2.2. dieses Berichts. Im weiteren Planungsverlauf ist ein Anstieg des Absatzes auf 4.335,1 Tto bis zum Planjahr

2029 geplant, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum im Zeitraum 2026 bis 2029 von rd. 5,7 % entspricht. Ursächlich für den geplanten Anstieg sind die strategischen Initiativen; vgl. Abschnitt 8.2.1. dieses Berichts zum Planungsprozess.

Die **Gesamtleistung** steigt um jährlich rd. 5,2 % im Durchschnitt von € 5.627,4 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 6.901,3 Mio. im Planjahr 2029. Insoweit wird die rückläufige Entwicklung der vergangenen drei Jahre planerisch durchbrochen (vgl. Abschnitt 8.2.3. dieses Berichts). Zum erwarteten Anstieg der Gesamtleistung im Jahr 2026 soll hierbei der gegenüber dem Geschäftsjahr 2025 leicht angestiegene Stahlpreis beitragen (vgl. 8.1.2. dieses Berichts im Hinblick auf die Stahlpreisentwicklung).

Der Preis je Tonne (=Gesamtleistung/Absatz) erhöht sich als Ergebnis des geplanten Absatzes und der geplanten Gesamtleistung im Planjahr 2026 auf € 1.568 ausgehend von € 1.453 je Tonne im Geschäftsjahr 2025. Ursächlich ist neben dem Anstieg des Stahlpreisniveaus die weiter geplante Verschiebung zu dem höhermargigen Geschäft aus Stahl-Service und HVAB, insbesondere auch in Folge der Veräußerung der acht Distributionsstandorte Ende des Geschäftsjahres 2025. Der weiter geplante, leichte Anstieg des Preises je Tonne bis zum Ende des Detailplanungszeitraums auf dann € 1.592 je Tonne ist auf die weiter geplante Zunahme des höhermargigen Geschäfts zurückzuführen; weitere Veränderung der Marktpreise für Stahl sind in der Planung nicht unterstellt.

Regional differenziert wird die folgende Entwicklung geplant:

USA

Die strategische Ausrichtung von KUSA zielt auf die Optimierung des Bestandsgeschäfts, die Modernisierung der Standorte und Ausbau der Produktionskapazitäten insbesondere in den Bereichen Edelstahl und Aluminium. Ein Schlüsselprojekt ist dabei der Aufbau einer hochautomatisierten Aluminiumverarbeitungsanlage in Columbus (Projekt ADI).

Nach dem erfolgreichen Jahr 2025 wird von KCO in den USA ein Rückgang von Absatz und Gesamtleistung im Jahr 2026 erwartet, im Wesentlichen bedingt durch den Verkauf der acht Distributionsstandorte zum Ende des Geschäftsjahres 2025. Ab dem Geschäftsjahr 2026 wird dann wieder ein deutlicher Anstieg des Absatzes mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 5,1 % bis zum Ende des Detailplanungshorizonts geplant. Hierbei wird erwartet, dass das sog. Core Business mit 1,0 % p.a. wächst, das wesentliche Wachstumspotenzial jedoch aus den strategischen Initiativen resultiert. Im Ergebnis soll hieraus der Absatz von rd. 116 Tto im Forecast 2026 auf rd. 391 Tto im

Planjahr 2029 steigen. Neben der Errichtung der Aluminium-Verarbeitungsanlage auf dem Campus von Aluminium Dynamics LLC (Projekt ADI On-Campus) sowie der Errichtung eines Greenfield-Service-Center am Standort von Nucor im Geschäftsjahr 2025, für das nunmehr in der Planung ein Hochlaufen der Anlage berücksichtigt wird, sollen insgesamt mehr als 30 weitere strategische Initiativen zu dem angestrebten Umsatz- und Ergebniswachstum beitragen.

Diese Planung im Core Business mit 1,0 % Wachstum p.a. berücksichtigt die anhaltenden Unsicherheiten des US-Stahlmarktes, insbesondere die hohe Volatilität handelspolitischer Rahmenbedingungen wie z.B. von Importzöllen und internationalen Handelsabkommen. Bezogen auf wesentliche Abnehmerbranchen wird mit der Automobilindustrie ein Umsatzrückgang im jährlichen Durchschnitt von 0,5 % erwartet, im Anlagen- und Maschinenbau hingegen für die nächsten zwei Jahre niedrige einstellige Wachstumsraten erwartet (vgl. 8.1.2. dieses Berichts zum branchenspezifischen Umfeld – Abnehmerbranchen).

Die Entwicklung von KUSA vom klassischen Stahldistributor hin zum Stahlverarbeiter mit einer Steigerung der Wertschöpfungstiefe bis hin zum Komponentenlieferant für OEM wird in der Planung konsequent fortgesetzt. Die geplanten strategischen Initiativen führen durch eine Verschiebung im Produktmix zu höhermargigem Geschäft zu einem leichten Anstieg der Rohertragsmarge von rd. 20,6 % im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 21,0 % im Planjahr 2029. Der durchschnittliche Preis je Tonne erhöht sich in der Folge ebenfalls leicht von € 1.346 im Planjahr 2026 auf € 1.361 im letzten Planjahr.

Mexiko

Aufgrund der handelspolitischen Unwägbarkeiten durch Zolländerungen sowie regulatorische Rahmenbedingungen für den nordamerikanischen Handel, ist die Investitionsbereitschaft in Mexiko aktuell gering, was die Stahlnachfrage reduziert. Insoweit ist die Geschäftsentwicklung von KCO in Mexiko von erheblichen Unsicherheiten geprägt und für das sog. Core Business wurde eine Stagnation des Absatzes unterstellt.

Gleichwohl wird erwartet, dass der Gesamtabatz mit jährlich rd. 8,7 % im Durchschnitt von rd. 598 Tto im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 836 Tto im letzten Planjahr 2029 gesteigert werden kann. Dieses Wachstum soll entsprechend nahezu vollständig durch strategische Initiativen erzielt werden. Die wesentlichen Wachstumstreiber sind dabei die Transformatorenkernfertigung am neuen EMX-Standort (EMEX SSC & Core Manufacturing Facility) sowie das Laser-Blanking-Projekt in Querétaro (Mex Laser Blanking), das insbesondere die Bearbeitung von Aluminium für die Automobilindustrie ermöglicht.

In der Planung ist als Ergebnis der strategischen Initiativen ein Anstieg der Gesamtleistung um € 473,3 Mio. auf € 1.204,5 Mio. und damit um insgesamt rd. 64,7 % vorgesehen. Trotz des starken Wachstums der Gesamtleistung wird ein leichter Rückgang der Rohertragsmarge von rd. 13,7 % im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 13,5 % im letzten Planjahr erwartet, was auf Veränderungen im Produktmix zurückzuführen ist.

Deutschland

Die Strategie zur Ausrichtung des Geschäftsmodells auf höherwertiges Geschäft wird bei KMG konsequent weiter planerisch umgesetzt. Der Ausbau bundesweiter Kompetenzzentren und die Integration von Ambo Stahl stärken insbesondere die Fähigkeiten in verschleißfesten, hochfesten und ballistischen Spezialstählen sowie in sicherheitskritischen Anwendungen. Dabei fokussiert sich KMG auf aus ihrer Sicht attraktive Zielbranchen wie etwa die Verteidigungsindustrie, Erneuerbare Energie, Land- und Baumaschinen. Der Ausbau des Key Account Management zielt auf die zentrale Betreuung von nationalen und internationalen Großkunden und soll entscheidend zum geplanten Erfolg beitragen. Insgesamt zielt die strategische Weiterentwicklung darauf ab, die Gross-Profit-Qualität zu erhöhen, also die Abhängigkeit vom Stahlpreiszyklus zu reduzieren und KMG stärker als Technologie- und Lösungspartner ihrer Kunden zu positionieren.

Im Planungszeitraum erwartet KMG, den Absatz im Durchschnitt um jährlich rd. 6,3 % auf rd. 532,7 Tto steigern zu können. Parallel soll die Gesamtleistung um jährlich im Durchschnitt rd. 8,2 % von € 621,9 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf 852,3 Mio. im Planjahr 2029 anziehen. Das geplante Wachstum liegt damit über den Erwartungen für die wesentlichen Abnehmerbranchen der KMG. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung sollen auch hier wiederum die strategischen Initiativen sein. Maßgeblich durch die strategischen Initiativen im Vertrieb, wie etwa dem Aufbau eines National Key Account Managements (NKAM) zur Betreuung von Großkunden und der Initiative Sales Excellence & Expansion zum Ausbau bestehender Kundenbeziehungen, soll die Gewinnung von Marktanteilen im Planungszeitraum in Deutschland gelingen. Unter Berücksichtigung der erwarteten Erhöhung des Stahlpreisniveaus im Jahr 2026 durch die veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen innerhalb der EU, die den Druck auf die innereuropäische Stahlbranche reduzieren sollen, sowie des weiter steigend geplanten Anteils am höherwertigen Geschäft, steigt der durchschnittliche Preis je Tonne von € 1.488 im Geschäftsjahr 2025 auf € 1.600 im letzten Planjahr 2029. Der steigende Anteil des höherwertigen Geschäfts bedingt ebenfalls den Anstieg der Rohertragsmarge von rd. 16,7 % im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 19,4 % im Jahr 2029.

Schweiz

Die Strategie der DKG ist auf den Ausbau von Marktanteilen, die Erhöhung der Wertschöpfungstiefe sowie die nachhaltige Verbesserung der Profitabilität ausgerichtet. Im Bereich Bewehrungen stehen die Stärkung der Marktführerschaft in der Schweiz, der Aufbau eigener Produktionskapazitäten und die Automatisierung der Fertigung im Fokus. Das Metallservicegeschäft strebt Wachstum durch den Ausbau von Verarbeitungskapazitäten und die Erschließung neuer Marktsegmente an. Im Bereich Stahl und Metalle erfolgt mit dem Programm SM2026 die geplante Transformation von einem eher volumen- zu einem eher margenorientierten Geschäftsmodell, verbunden mit Standortkonsolidierungen, Effizienzsteigerungen und einer stärkeren Ausrichtung auf Bearbeitungsleistungen. Der Bereich Technische Produkte soll sich zunehmend zu einem integrierten Lösungsanbieter mit erweiterten Engineering-, Vorfabrikations- und Serviceleistungen entwickeln.

Für das Jahr 2026 wird aufgrund einer erwarteten Belebung der Schweizer Konjunktur ein deutlicher Absatzanstieg auf 517 Tto prognostiziert. Im weiteren Planungszeitraum wird dann ein eher moderates Wachstum unterstellt, das ausschließlich aus strategischen Initiativen resultieren soll, während das Kerngeschäft mengenmäßig weitgehend stabil erwartet wird. Die Gesamtleistung soll vor diesem Hintergrund von € 1.046,0 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 1.239,4 Mio. im Jahr 2029 ansteigen. Das Wachstum der Gesamtleistung mit jährlich im Durchschnitt rd. 4,3 % ist dabei primär volumen- und wertschöpfungsgetrieben und auch durch den Verkauf technischer Produkte bedingt, die nicht in den Absatzmengen erfasst werden. Wesentliche Wachstumstreiber sollen der Ausbau des margenstarken Bewehrungsgeschäfts, zusätzliche Verarbeitungskapazitäten im Metallservice sowie die Erweiterung wertschöpfungsintensiver Aktivitäten sein. Die Planung geht darüber hinaus von einem höheren Anteil margenstärkerer Dienstleistungen aus, wodurch im Ergebnis die Rohertragsmarge von rd. 26,0 % im Jahr 2026 auf rd. 27,2 % im letzten Planjahr 2029 steigen soll. Wesentliche Treiber im Rahmen der strategischen Initiativen stellen das Projekt „Malta“ (Aufbau einer eigenen Betonstahlproduktion zur Verbesserung von Versorgungssicherheit und Wertschöpfung) sowie das „Programm 4+“ mit Maßnahmen zur Margensteigerung, Organisationsoptimierung und dem Ausbau der Vorfertigung, dar.

Metering

Das Metering-Geschäft ist als Projektgeschäft nicht tonnengebasiert, weshalb keine Absatzmengen ausgewiesen werden. Die Gesamtleistung soll von € 105,2 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 156,3 Mio. im Jahr 2029 steigen. Das Wachstum von rd. 10,4 % im jährlichen Durchschnitt über den Planungszeitraum soll durch eine steigende

Marktnachfrage bedingt sein. Parallel wird ein Rückgang der Rohertragsmarge von rd. 43,9 % auf rd. 33,0 % erwartet. Hintergrund dieses erwarteten Rückgangs ist, dass die außergewöhnlich hohen Margen in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 insbesondere auf den saudi-arabischen Markt und die Insolvenz eines lokalen Wettbewerbers zurückzuführen waren. Nach dessen Rückkehr in den Markt unter neuer Eigentümerstruktur wird künftig wieder mit einem intensiveren Wettbewerb und entsprechend niedrigeren Margen gerechnet.

Die Gesamtleistung des Klöckner & Co-Konzerns wächst im Ergebnis der regional unterschiedlich geplanten Entwicklung insgesamt mit jährlich im Durchschnitt rd. 5,2 % und damit stärker als im Hinblick auf das Wachstum bei den wesentlichen Abnehmerbranchen erwartet wird. Dies bedingt die geplante Gewinnung von Marktanteilen bzw. die erfolgreiche Erschließung neuer Märkte.

Der **Materialaufwand** soll im Klöckner & Co-Konzern jährlich im Durchschnitt um rd. 5,2 % von € 4.474,7 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 5.471,4 Mio. im Jahr 2029 steigen. Die Wachstumsrate liegt damit auf dem Niveau des Anstiegs der geplanten Gesamtleistung. Infolgedessen ist bei der **Rohertragsmarge** auch nur eine marginale Verbesserung von rd. 20,5 % im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 20,7 % im Jahr 2029 zu verzeichnen, Treiber dafür sind der Ausbau höherwertiger Produkte und Services sowie die strategischen Initiativen.

Nach einem erwarteten Rückgang der Mitarbeiteranzahl (FTE) im Jahr 2026 durch die Veräußerung der acht Distributionsstandorte auf 5.564, ausgehend von 5.850 FTE im Geschäftsjahr 2025, wird bis zum letzten Planjahr 2029 ein sukzessiver leichter Anstieg der Mitarbeiteranzahl auf dann 5.881 FTE geplant. Durch die Planung von Effizienzgewinnen sowie den Anstieg des Anteils des höherwertigen Geschäfts soll die **Personalaufwandsquote** trotz des leichten Aufbaus der FTE von rd. 9,9 % im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 8,6 % im letzten Planjahr 2029 reduziert werden.

Im Jahr 2026 wird der Verkauf des Service-Center Standorts Frenkendorf, Schweiz, geplant, woraus im **Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten** ein Ergebniseffekt in Höhe von € 29,4 Mio. abgebildet ist. In den Folgejahren sind keine weiteren Erträge aus der Veräußerung von Vermögenswerten geplant.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** werden von € 386,4 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 459,7 Mio. im letzten Planjahr 2029 und damit um jährlich im Durchschnitt rd. 4,4 % steigend geplant; der erwartete Anstieg liegt damit unterhalb des gleichzeitig geplanten Anstiegs der Gesamtleistung. Innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wird die Entwicklung der wesentlichen Aufwandsgruppen wie folgt erwartet:

- Die Transportkosten sollen volumen- und preisgetrieben von € 113,6 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 160,5 Mio. im Jahr 2029 ansteigen. Bei den Transportkosten ist im laufenden Jahr 2026 ein deutlicher Preisanstieg zu verzeichnen aufgrund der geopolitischen Spannungen, erhöhter Kraftstoffpreise sowie beispielsweise in den USA aufgrund von Engpässen an Transportmöglichkeiten. Im Planjahr 2027 wird wieder eine Normalisierung der Transportkosten erwartet und für die folgenden Planjahre ein dann weiterer Anstieg in Höhe der erwarteten Preissteigerungsraten bzw. Inflationsraten unterstellt.
- Der geplante Aufwand für Betriebsmittel und Werkzeuge korreliert mit der Anzahl der geplanten FTE. Insoweit sinken die Aufwendungen ausgehend von € 83,0 Mio. im Geschäftsjahr 2025 zunächst auf € 82,0 Mio. im Jahr 2026. Der geplante Aufbau der FTE sowie die erwarteten Preissteigerungen führen dann zu einem Anstieg auf € 110,2 Mio. zum Ende des Planungszeitraums.
- Die Aufwendungen für Reparaturen und Wartung sollen im laufenden Jahr 2026 zunächst um rd. € 5,4 Mio. u.a. durch den Wegfall der veräußerten Distributionsstandorte auf € 53,9 Mio. sinken; bis zum Ende des Planungszeitraums wird dann wieder ein Anstieg auf € 61,2 Mio. aufgrund einer steigenden Auslastung der Anlagen sowie der Inflationserwartungen geplant.
- Die sonstigen Nettoaufwendungen als Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen werden von € 130,6 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 127,8 Mio. im letzten Planjahr 2029 sinkend prognostiziert. Die Planung der einzelnen Ertrags- und Aufwandsposten berücksichtigt dabei das geplante Geschäftswachstum, strategischen Initiativen sowie die Inflationserwartung.

Die erläuterten Effizienzmaßnahmen und strategischen Initiativen, aus denen eine weitere Verschiebung zum höherwertigen Geschäft resultiert, führen im Planungszeitraum zu einem deutlichen Anstieg des **EBITDA** von € 230,1 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 378,2 Mio. im letzten Planjahr 2029; dies entspricht einem Anstieg von jährlich im Durchschnitt rd. 13,2 %. Die EBITDA-Marge beläuft sich damit auf rd. 5,5 % im letzten Planjahr und liegt damit deutlich über der EBITDA-Marge von rd. 4,1 % im Geschäftsjahr 2025 oder auch der durchschnittlichen realisierten EBITDA-Marge der letzten drei Geschäftsjahre 2023 bis 2025. Auch längerfristige Zeitreihenbetrachtungen zeigen, dass der Klöckner & Co-Konzern lediglich in dem durch die COVID-19-Pandemie bzw. die Lieferkettenproblematik geprägtem Geschäftsjahr 2021 eine EBITDA-Marge von über 4,5 % realisieren konnte. Die geplante EBITDA-Marge ist konsistent zu der strategischen Zielmarge der Gesellschaft, vgl. Abschnitt 5.3. dieses Berichts.

Die geplanten **Abschreibungen** erhöhen sich von € 111,4 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 144,4 Mio. im letzten Planjahr 2029 aufgrund des steigend geplanten

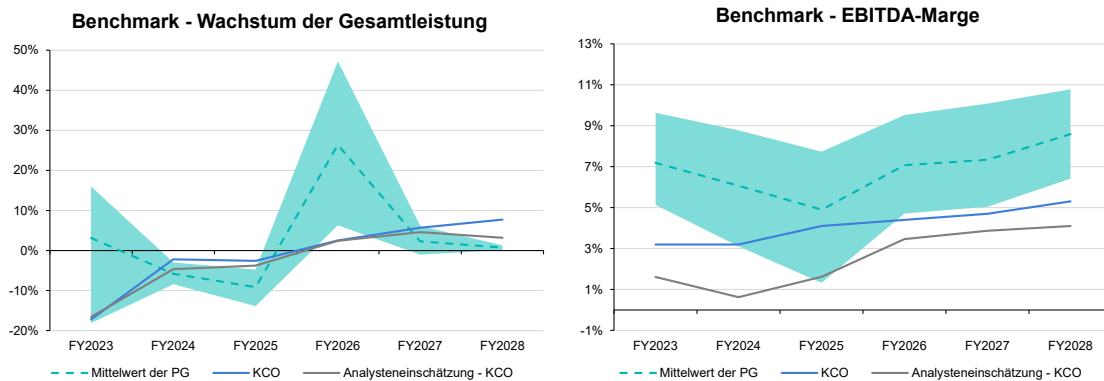
Investitionsvolumens als Folge der strategischen Initiativen. Insgesamt wird ausgehend vom Geschäftsjahr 2025 ein Anstieg der Investition ins Sachanlagevermögen von € 94,1 Mio. auf € 182,5 Mio. im Planjahr 2029 vorgesehen.

Das **EBIT** steigt durch die vorstehend erläuterten geplanten Entwicklungen und Maßnahmen mit jährlich im Durchschnitt rd. 18,4 % von € 118,8 Mio. im Geschäftsjahr 2025 auf € 233,8 Mio. im letzten Planjahr 2029; dies führt zu einem Anstieg der EBIT-Marge von rd. 2,1 % auf rd. 3,4 %.

Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung eine Benchmark-Analyse anhand der von ihm definierten Peer Group vorgenommen. Dabei wurde das Wachstum der Gesamtleistung, die EBITDA-Marge, die Marge des operativen Free-Cashflows (OpFCF) sowie die Investitionsquote des betrachteten Vergangenheitszeitraums sowie des Detailplanungszeitraums vom Klöckner & Co-Konzern den Vergangenheitswerten sowie den Analystenschätzungen der Peer-Group-Unternehmen gegenübergestellt. Die Analyse ergab, dass der Klöckner & Co-Konzern in der Vergangenheit mit allen Kennzahlen unterhalb des Medians der Peer Group lag. Im Planungszeitraum liegt die geplante Wachstumsrate der Gesamtleistung des Klöckner & Co-Konzerns im Zeitraum 2026 bis 2028 oberhalb der Wachstumsrate der Peer Group. Alle weiteren Kennzahlen liegen im Planungszeitraum unterhalb des Medians der Peer Group, mit Ausnahme der Investitionsquote im Jahr 2026. Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass die geplante Margensteigerung vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung als ambitioniert einzustufen ist, die Positionierung unterhalb des Peer-Group-Medians jedoch aufgrund von Unterschieden in der Margenstruktur der KCO u.a. in den regionalen Markt- und Wettbewerbsstrukturen sowie der Wertschöpfungstiefe gegenüber der Peer Group geprägt bleibt (wir verweisen auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten Abschnitt 5.4.1. und 5.4.7.1.).

Wir haben anhand der von uns erstellten Peer Group (PG) eine Benchmark-Analyse bezüglich des Wachstums der Gesamtleistung sowie der EBITDA-Marge durchgeführt

sowie die Planwerte den Analystenschätzungen für den Klöckner & Co-Konzern gegenübergestellt:



Wenngleich die Aussagekraft der Benchmarkanalyse durch unterschiedliche Schwerpunkte in den Geschäftsmodellen naturgemäß in Teilen eingeschränkt ist, konnten wir durch die Gegenüberstellung vom Wachstum der Gesamtleistung und der EBITDA-Marge des Klöckner & Co-Konzerns zu unserer Peer Group (vgl. Abschnitt 8.3.3.3. dieses Berichts) die Aussagen des Bewertungsgutachters grundsätzlich bestätigen. Der Vergleich der Planwerte mit den Analystenschätzungen für die KCO zeigt zudem, dass die Erwartungen im Markt sowohl für das Wachstum der Gesamtleistung wie auch für die EBITDA-Marge unterhalb der von KCO tatsächlich geplanten Entwicklung liegen.

Wir haben die integrierte Managementplanung auf rechnerische, formelle und inhaltliche Konsistenz geprüft. Die Planung setzt die strategischen Zielsetzungen grundsätzlich nachvollziehbar um; aus der Vergangenheits-, Markt- und Wettbewerbsanalyse ergaben sich keine Anhaltspunkte, die den wesentlichen Planungsprämissen oder den geplanten Zukunftserfolgen widersprechen. Nach Würdigung der von der Gesellschaft gegebenen Erläuterungen zur Strategie und den beabsichtigten Maßnahmen und ergänzenden internen Planungsunterlagen ist die Managementplanung plausibel abgeleitet. Für unsere Analysen standen uns auch weitere, nach betriebswirtschaftlichen Kriterien aufgebaute, interne Planungsunterlagen zur Verfügung.

8.2.6. Zukunftserfolgsplanung

8.2.6.1. Anpassungen der Managementplanung

Der Bewertungsgutachter hat die von der KCO erstellte Planung für die Geschäftsjahre 2026 bis 2029 grundsätzlich unverändert übernommen.

Aus der geplanten Veräußerung des Teilkonzerns Becker im Jahr 2026, wir verweisen auf Abschnitt 5.2. dieses Berichts, wird auf Grundlage des zwischen den Parteien abgestimmten Kaufvertrags ein Veräußerungserlös von rd. € 73 Mio. erwartet. Der Bewertungsgutachter hat diesen Betrag bewertungstechnisch in der Aufsatzbilanz berücksichtigt. Der Betrag wurde dabei zur Rückführung externer Finanzschulden verwendet.

Aus bewertungstechnischen Gründen waren die von der KCO geplanten Mieterträge für einen zukünftig nicht mehr betrieblich genutzten Standort in St. Gallen in dem Saldo „Sonstige Nettoaufwendungen“ zu eliminieren, da insoweit ein Sonderwert berücksichtigt wurde; wir verweisen auf Abschnitt 8.5. dieses Berichts.

Unter Berücksichtigung der vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Anpassungen ergibt sich folgende Entwicklung für die Detailplanungsphase 2026 bis 2029:

KCO Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029
Absatz (in Tto)	3.673,1	3.833,4	4.140,0	4.335,1
Gesamtleistung	5.757,8	6.096,4	6.566,5	6.901,3
Materialaufwand	- 4.588,9	- 4.854,8	- 5.209,5	- 5.471,4
Rohertrag	1.168,8	1.241,6	1.357,0	1.429,8
Personalaufwand	- 536,9	- 556,1	- 573,6	- 591,9
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	29,4	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 407,5	- 402,7	- 436,1	- 460,9
Transportkosten	- 138,2	- 134,7	- 150,8	- 160,5
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 82,0	- 89,0	- 102,4	- 110,2
Reparatur und Wartung	- 53,9	- 57,2	- 60,2	- 61,2
Sonstige Nettoaufwendungen	- 133,4	- 121,8	- 122,6	- 128,9
EBITDA	253,8	282,9	347,3	377,0
Abschreibungen	- 126,7	- 117,3	- 135,4	- 144,4
EBIT	127,1	165,6	212,0	232,6
Preis pro Tonne	1.567,6	1.590,3	1.586,1	1.591,9
Rohertragsmarge	20,3%	20,4%	20,7%	20,7%
Personalaufwandsquote	-9,3%	-9,1%	-8,7%	-8,6%
EBITDA-Marge	4,4%	4,6%	5,3%	5,5%

Wir haben die Anpassungen des Bewertungsgutachters inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet und plausibel.

Zu den Anpassungen des Finanzergebnisses und der Ertragsteuern des Unternehmens durch den Bewertungsgutachter verweisen wir auf die folgenden Abschnitte.

8.2.6.2. Finanzergebnis

Das **Finanzergebnis** beinhaltet grundsätzlich das Beteiligungsergebnis, die Zinserträge auf liquide Mittel sowie die Zinsaufwendungen für die Finanzverbindlichkeiten und die

Leasingverbindlichkeiten, die aus dem aus der Bilanzplanung resultierenden Finanzierungsbedarf resultieren.

Das Beteiligungsergebnis wurde nach Verlusten in der Vergangenheit mit Null angesetzt. Die Finanzierungszinsen des Klöckner & Co-Konzerns liegen zwischen 3,3 % und 7,6 % p.a.; für die Leasingverbindlichkeiten liegen die Zinssätze zwischen 1,3 % und 6,3 % p.a.

Der Bewertungsgutachter hat die von der KCO geplanten liquiden Mittel verzinst. Weiter wurde die Verringerung des Finanzierungsbedarfs aufgrund der Verrechnung des Verkaufserlös der Becker-Gruppe vom Bewertungsgutachter angepasst. Beide Anpassungen verbesserten das ursprünglich von der Gesellschaft geplante Finanzergebnis, das sich danach wie folgt darstellt:

KCO	Plan	Plan	Plan	Plan
Finanzergebnis in € Mio.	2026	2027	2028	2029
EBIT	127,1	165,6	212,0	232,6
Finanzergebnis	- 48,1	- 46,8	- 46,7	- 46,5
Ergebnis vor Steuern	79,0	118,8	165,2	186,1

Wir haben die Planung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Die verzinslichen Bestände resultieren aus der integrierten Planung und sind insoweit konsistent abgeleitet. Die vom Bewertungsgutachter angesetzten Zinskonditionen wurden von uns in Stichproben geprüft und sind nicht zu beanstanden.

Insgesamt ist das Finanzergebnis sachgerecht abgeleitet.

8.2.6.3. Ertragsteuern des Unternehmens

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern werden folgende Ertragsteuern geplant:

KCO	Plan	Plan	Plan	Plan
Ertragsteuern in € Mio.	2026	2027	2028	2029
Ergebnis vor Steuern	79,0	118,8	165,2	186,1
Ertragsteuern	- 25,6	- 29,5	- 41,8	- 46,8
Ergebnis nach Steuern	53,4	89,3	123,4	139,3

Die Steuerplanung erfolgt auf Ebene der Ländergesellschaften unter Berücksichtigung der länderspezifisch erwarteten Steuersätze und bestehender Verlustvträge (vgl. Abschnitt 5.4. dieses Berichts) und wird anschließend für die Gruppenbetrachtung zusammengeführt.

Die Berechnung der Ertragsteuern in Deutschland erfolgte unter Berücksichtigung der erwarteten Verluste und ihrer Nutzung als Verlustvortrag in den Folgejahren. Die

Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 10 % ab dem Jahr 2032 wurde berücksichtigt; dies betrifft insb. auch die Steuerplanung in der Konvergenzphase und dem Zeitraum der ewigen Rente; wir verweisen auf den nachfolgenden Abschnitt 8.2.6.4. dieses Berichts. Die Gewerbesteuer wurde auf Basis eines Steuersatzes von 15,8 % sowie pauschal ermittelter Hinzurechnungen berechnet.

Für die Berechnung der Ertragsteuern in der Schweiz wurde eine effektive Steuerquote von 14,5 % im Jahr 2026 und danach von 15,0 % berücksichtigt. Aufgrund der Nutzung von Verlustvorträgen steigt in Mexiko die effektive Steuerquote von 1,3 % auf rd. 28,1 %. Für die USA wurde eine Steuerquote in Höhe von 25,8 % angesetzt. In den Niederlanden wurde für Metering im Planungszeitraum eine effektive Steuerquote von rd. 23,0 % berücksichtigt.

Der Bewertungsgutachter hat ausgehend von dem aufgrund der erfolgten Anpassungen geänderten Ergebnis vor Steuern die Ertragsteuern des Unternehmens nach der vorgegebenen Systematik und den entsprechend maßgeblichen Steuersätzen neu gerechnet.

Sofern steuerliche Verlustvorträge noch nicht bis zum Ende des Detailplanungszeitraum bzw. der nachfolgend ergänzten Konvergenzphase, vgl. Abschnitt 8.2.6.4. dieses Berichts, verrechnet werden konnten und für die nicht in der Planung berücksichtigten steuerlichen Verlustvorträge in den USA (sog. „State Taxes“), hat der Bewertungsgutachter jeweils einen Sonderwert ermittelt (vgl. Abschnitt 8.5. dieses Berichts).

Bezogen auf das geplante IFRS-Konzernergebnis vor Steuern ergeben sich für die Phase der Detailplanung daraus im Ergebnis effektive rechnerische Steuersätze von 24,8 % bis 32,4 %.

Wir haben die Ermittlung der geplanten Ertragsteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet und plausibel.

8.2.6.4. Konvergenzphase und Zeitraum der ewigen Rente

Der Zeitraum der ewigen Rente stellt grundsätzlich auf ein nachhaltig im Durchschnitt erzielbares Ergebnisniveau ab. Insoweit ist das letzte Jahr der Detailplanungsphase nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente (nachfolgend auch „TV“ für „Terminal Value“ genannt) zu übernehmen.

Das nachhaltige Ergebnis als Teil der Zukunftserfolgsplanung ist vom neutralen Gutachter i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2026 unter Berücksichtigung gesonderter Analysen

herzuleiten.¹⁷⁷ Die Länge des Planungshorizonts der integrierten Zukunftserfolgsplanung orientiert sich an der zum Bewertungsstichtag erwarteten künftigen Entwicklung des Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts. Zur Abbildung von mittel- und langfristig erwarteten mikro- und makroökonomischen Trends sowie unternehmens- und sektorspezifischen Transformationsprozessen oder sonstigen Veränderungen kann es sachgerecht sein, eine Unterteilung der Zukunftserfolgsplanung hinsichtlich Detaillierungsgrad und Länge unterschiedliche (Teil-)Phasen vorzunehmen.¹⁷⁸

Zum Ende des Planungszeitraum im Jahr 2029 befindet sich der Klöckner & Co-Konzern noch nicht in einem sog. eingeschwungenen Zustand. Entsprechend wurde methodisch sachgerecht vom Bewertungsgutachter ausgehend vom Detailplanungszeitraum der Managementplanung der KCO für den Zeitraum 2026 bis 2029 eine Konvergenzphase über drei Jahre zur Überleitung in die Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2033 ergänzt.

Zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt erzielbaren Ergebnisses in der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter folgende wesentliche Annahmen getroffen:

- Die durchschnittlichen Verkaufspreise werden bis zum Jahr 2031 um rd. 12,5 % von € 1.592 je Tonne auf ein nachhaltiges erwartetes Normalniveau von € 1.393 je Tonne abgesenkt. Die Anpassung trägt der hohen Zyklizität der Stahlpreise Rechnung und basiert sowohl auf der Analyse historischer Preisentwicklungen wie auch auf den zum Bewertungsstichtag prognostizierten Forward Rates, die langfristig ein niedrigeres Preisniveau erwarten lassen. Die Anpassung berücksichtigt, dass auch der Klöckner & Co-Konzern als Stahlhändler mit Ausrichtung auf HVAB von der Stahlpreisentwicklung auf Beschaffungs- und Absatzmärkten beeinflusst wird.
- Das weitere Wachstum der Absatzmenge wird vom Bewertungsgutachter in der Konvergenzphase linear ausgehend von rd. 4,7 % im letzten Detailplanungsjahr 2029 auf null im letzten Jahr der Konvergenzphase abgeschmolzen und entspricht damit einem nachhaltigen Absatzniveau von 4.542 Tto.
- Auf Basis der vorstehenden beschriebenen Mengen- und Preiseffekte geht die Gesamtleistung in der Konvergenzphase im Jahr 2030 um rd. -3,3 % und im Jahr 2031 um rd. -5,2 % zurück. Ab dem Jahr 2032 wird dann von einem nachhaltigen preisbedingten Wachstum in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5 % (vgl. Abschnitt 8.3.4. dieses Berichts) ausgegangen.

¹⁷⁷ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 55.

¹⁷⁸ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 67.

- Die Rohertragsmarge wie auch die EBITDA-Marge wurden vom Bewertungsgutachter in der Konvergenzphase konstant aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase fortgeschrieben. Dies unterstellt, dass es dem Klöckner & Co-Konzern gelingt, die fixen und variablen Kosten in gleichem Umfang mit der Gesamtleistung senken zu können.
- Die im letzten Detailplanjahr 2029 erwartete Abschreibungsquote von rd. 2,1 % der Gesamtleistung wurde in der Konvergenzphase schrittweise auf ein Niveau von rd. 2,7 % erhöht, um das nachhaltige Investitionsvolumen finanzieren zu können.
- Der Bewertungsgutachter hat die zinstragenden Finanzverbindlichkeiten in der Konvergenzphase fortgeschrieben. Der Fremdkapitalzinssatz wurde mit 5,0 % auf Basis eines Ratings von BB- und einer Laufzeit von 7 Jahren ermittelt. Für die liquiden Mittel wurde ein Zinssatz von 2,5 % angesetzt. Dadurch verbesserte sich das Finanzergebnis von € -46,5 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase auf € -40,5 Mio. im letzten Jahr der Konvergenzphase.
- Die Steuerquote wurde unter Berücksichtigung der bestehenden Verlustvträge zum Ende des Detailplanungszeitraums sowie der sinkenden Körperschaftsteuerbelastung in Deutschland in der Konvergenzphase fortgeschrieben und beträgt im letzten Jahr der Konvergenzphase rd. 25,6 %. Zum Ende der Konvergenzphase verbleibende steuerliche Verlustvträge in Mexiko und den USA werden separat als Sonderwert berücksichtigt.

Ausgehend vom letzten Jahr der Konvergenzphase wurde dann grundsätzlich eine Fortschreibung der so geplanten Posten mit dem Wachstumsfaktor in die Phase der ewigen Rente vorgenommen.

Zur Ermittlung des nachhaltigen Finanzierungsbedarfs wurden die nachhaltigen Investitionen mit € 190 Mio. angesetzt, was rd. 2,9 % der Gesamtleistung entspricht. Der Bewertungsgutachter hat dafür den nachhaltigen Investitionsbedarf unter Inflationierung der Anschaffungswerte der Vergangenheit und unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauern die künftigen Ersatzinvestitionen ermittelt. Das ermittelte Investitionsvolumen wurde fortgeschrieben und als Annuität in der ewigen Rente berücksichtigt.

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter das Working Capital anhand der Kennzahlen des letzten Detailplanungszeitraums fortgeschrieben, die übrigen sonstigen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten wurden in der Konvergenzphase mit einer Wachstumsrate von 1,5 % fortentwickelt. Die Liquiditäts-, Eigenkapital- und Finanzierungspositionen werden unter Berücksichtigung der geplanten Ertragsentwicklung und unter Berücksichtigung einer Ausschüttungsquote von 40 %, abgeleitet aus der Peer Group,

fortgeschrieben. Zusätzlich berücksichtigt der Bewertungsgutachter eine über die definierte Mindestliquidität von rd. 0,8 % der Gesamtleistung hinausgehende Liquidität als fiktive Zurechnung an die Aktionäre. Zum Ende der Konvergenzphase ergeben sich aus den vorstehenden Annahmen im Bewertungsmodell verzinsliche Verbindlichkeiten in Höhe von rd. € 846,0 Mio.

Die Konvergenzphase sowie das nachhaltige Ergebnis für die Phase der ewigen Rente von KCO stellen sich damit wie folgt dar:

KCO	Plan	Konvergenzphase			TV
Gewinn- und Verlustrechnung in € Mio.	2029	2030	2031	2032	ab 2033
Absatz (in Tto)	4.335,1	4.471,4	4.541,7	4.541,7	4.541,7
Gesamtleistung	6.901,3	6.673,3	6.326,3	6.421,2	6.517,5
Materialaufwand	- 5.471,4	- 5.290,7	- 5.015,6	- 5.090,8	- 5.167,2
Rohertrag	1.429,8	1.382,6	1.310,7	1.330,4	1.350,3
Personalaufwand	- 591,9	- 572,4	- 542,6	- 550,7	- 559,0
Nettoergebnis aus dem Verkauf von Vermögenswerten	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 460,9	- 445,6	- 422,5	- 428,8	- 435,2
Transportkosten	- 160,5	- 155,2	- 147,1	- 149,3	- 151,6
Kosten für Betriebsmittel/Werkzeuge	- 110,2	- 106,6	- 101,0	- 102,5	- 104,1
Reparatur und Wartung	- 61,2	- 59,2	- 56,1	- 57,0	- 57,8
Sonstige Nettoaufwendungen	- 128,9	- 124,7	- 118,2	- 120,0	- 121,8
EBITDA	377,0	364,6	345,6	350,8	356,1
Abschreibungen	- 144,4	- 146,6	- 169,2	- 171,8	- 174,3
EBIT	232,6	218,0	176,4	179,1	181,7
Finanzergebnis	- 46,5	- 40,2	- 39,9	- 40,5	- 41,1
Ergebnis vor Steuern	186,1	177,7	136,5	138,6	140,6
Ertragsteuern	- 46,8	- 45,8	- 34,9	- 35,5	- 36,0
Ergebnis nach Steuern	139,3	132,0	101,6	103,1	104,7
Preis pro Tonne	1.591,9	1.492,4	1.392,9	1.413,8	1.435,0
Rohertragsmarge	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
Personalaufwandsquote	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%
EBITDA-Marge	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

Wir haben die Herleitung der Konvergenzphase sowie die erwarteten Ergebnisse in der Phase der ewigen Rente rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.

In der Detailplanungsphase wird ein Wachstum der Gesamtleistung und eine Margenverbesserung in allen regionalen Einheiten geplant:

- Trotz hoher Unsicherheiten im US-Stahlmarkt und der unvorhersehbaren Zollpolitik mit Auswirkungen auf die Investitionsbereitschaft in Mexiko wird in beiden Regionen ein Absatzwachstum sowie ein Anstieg des EBITDA erwartet.
- Für Deutschland wird trotz verhaltener volkswirtschaftlicher Wachstumserwartungen und drei Verlustjahren ein Turnaround mit deutlich positiven Ergebnissen geplant.

- In der Schweiz soll durch eine anhaltend positive Entwicklung der Baubranche ebenfalls ein Absatzplus sowie die Verdoppelung der EBITDA-Marge im Detailplanungszeitraum erreicht werden.

Das EBITDA steigt ausgehend vom Geschäftsjahr 2025 im Planungszeitraum um € 146,9 Mio. bzw. wächst im Durchschnitt jährlich um rd. 13,1 %. Die EBITDA-Marge erreicht dabei im letzten Detailplanungsjahr mit rd. 5,5 % das kommunizierte strategische Zielniveau von über 5 % und liegt damit deutlich über dem betrachteten Vergangenheitszeitraum. Hier wurde – bereinigt – eine durchschnittliche EBITDA-Marge von lediglich rd. 3,5 % realisiert. Im Durchschnitt der Detailplanungsphase wird eine EBITDA-Marge von rd. 5,0 % geplant.

Diese Wachstumsannahme unterstellt sowohl, dass es trotz der hohen Unsicherheiten zu keinen wirtschaftlichen Beeinträchtigungen kommt und gleichzeitig insb. alle geplanten strategischen Initiativen erfolgreich umgesetzt werden können. Das auf Grundlage solcher Prämissen geplante Ergebnis zum Ende der Detailplanungsphase ist kein geeigneter Aufsatzpunkt für eine einfache Fortschreibung in die Phase der ewigen Rente.

Die Zyklizität der Stahlpreise sowie der Stahlnachfrage führten im betrachteten Vergangenheitszeitraum bei KCO zu einer rückläufigen Gesamtleistung. Für den Detailplanungszeitraum wird ausgehend vom Geschäftsjahr 2025 bis zum Geschäftsjahr 2029 hingegen ein Wachstum der Gesamtleistung um insgesamt rd. 22,6 % bzw. um rd. 5,2 % jährlich im Durchschnitt geplant. Dieses Wachstum soll durch die erfolgreiche Umsetzung von mehr als 80 geplanten strategischen Initiativen gelingen, die u.a. zu einem Absatzwachstum sowie einer weiteren Erhöhung des Anteils an HVA-Geschäft führen sollen. Der höhere Anteil an HVA-Geschäft soll so in der Planung zu einem Anstieg des durchschnittlichen erzielten Preises je Tonne von € 1.453 im Geschäftsjahr 2025 auf € 1.592 im Planjahr 2029 führen. Das zum Planungszeitpunkt im historischen Vergleich und vor dem Hintergrund der aus Forward-Kurven erwartbaren Preise hohe Stahlpreinsniveau wird unverändert in der Detailplanung fortgeschrieben. Wir haben die Stahlpreisentwicklung in der Vergangenheit sowie die zum Bewertungsstichtag notierten Forward Rates (vgl. Abschnitt 8.1.2. dieses Berichts) analysiert. Ausgehend davon ist einerseits eine hohe Volatilität der Preise in der Vergangenheit zu verzeichnen und andererseits das für die Detailplanungsphase unterstellte Preisniveau hoch. Vor diesem Hintergrund ist eine konstante Fortschreibung des Preisniveaus der Detailplanungsphase nicht plausibel. Die vom Bewertungsgutachter über die Konvergenzphase vorgenommene Anpassung des prognostizierten Stahlpreinsniveaus ist vor diesem Hintergrund zur Ableitung eines nachhaltig im Durchschnitt anzusetzenden Stahlpreises gerechtfertigt.

Die Investitionsplanung sieht laufende Instandhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen vor, die zu einem kontinuierlichen Anstieg des Anlagevermögens führen. Die geplante Investitionstätigkeit im Detailplanungszeitraum ist durch umfangreiche Erweiterungsinvestitionen zur Umsetzung der strategischen Transformation zu einem höheren HVAB-Anteil geprägt, wodurch sich der Sachanlagebestand nachhaltig erhöht. Aufgrund begrenzter operativer und finanzieller Kapazitäten können notwendige Instandhaltungsmaßnahmen jedoch nur schrittweise umgesetzt werden. Insoweit ist die Herleitung eines nachhaltigen Investitionsniveaus unter Berücksichtigung des bestehenden Anlagevermögens zum 31. Dezember 2025 sowie der geplanten Investitionen vom Bewertungsgutachter in der Fortschreibung des notwendigen Ersatzinvestitionsbedarfs sachgerecht abgeleitet.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen halten wir das vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ergebnis für plausibel und angemessen. Trotz der Anpassungen wird weiterhin nachhaltig mit der strategischen Zielmarge in Bezug auf das EBITDA von rd. 5,5 % geplant. Dies unterstellt, dass es nachhaltig immer gelingt, Schwankungen der Gesamtleistung durch entsprechend Kostenvariabilität auszugleichen, was angesichts der hohen Zyklizität eine eher optimistische Annahme darstellt.

Der geplante Wachstumspfad sieht keine konjunkturellen Verwerfungen im Detailplanungszeitraum oder der Konvergenzphase vor. Auch sind in den Prognosen zu den volkswirtschaftlichen und branchenbezogenen Rahmenbedingungen keine exogenen Schocks oder Krisen konkret eingeplant, die aber, wie die Vergangenheit zeigte, regelmäßig eintreten können und zu Beeinträchtigungen des Geschäfts der KCO bzw. zu dem geplanten Wachstumspfad führen können.

8.2.7. Ausschüttungsverhalten

Nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ist bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit derjenigen Zukunftserfolge auszugehen, die unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag erwarteten Entwicklung des Geschäftsmodells und der rechtlichen Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen. Die Aufteilung der Zukunftserfolge auf Ausschüttungen bzw. ausschüttbare Überschüsse und Thesaurierungen ist in der Detailplanungs- und Konvergenzphase auf Basis des individuellen Geschäftsmodells vorzunehmen. Dabei sind die bisherige und die geplante Ausschüttungspolitik, die geplante Eigenkapitalausstattung und die steuerlichen Rahmenbedingungen zu reflektieren. 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. Im Rahmen des nachhaltigen Ergebnisses ist grundsätzlich anzunehmen, dass das

Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage (Markterwartungen) ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge ist die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung zu treffen.¹⁷⁹

Die KCO erzielte auf Konzernebene im Referenzzeitraum der letzten drei Geschäftsjahre 2023 bis 2025 keine positiven Ergebnisse; trotzdem erfolgte in jedem Jahr eine Dividendenausschüttung von € 0,20 je Aktie.

Der Bewertungsgutachter hat für den **Detailplanungszeitraum** grundsätzlich die von der KCO geplanten jahresspezifischen Ausschüttungen übernommen. Der verbleibende Teil des Konzernergebnisses wurde thesauriert, da eine konkrete Mittelverwendung durch KCO geplant wurde. Etwaige handelsrechtliche Ausschüttungssperren lagen nicht vor, da auf handelsrechtlicher Ebene das Eigenkapital der KCO zum 31. Dezember 2025 keinen Bilanzverlust ausgewiesen hat.

Für die anschließende **Konvergenzphase und den dann folgenden Zeitraum der ewigen Rente** wurde vom Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote in Höhe von 40 % des Konzernergebnisses bei der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern angesetzt. Hierbei orientiert sich der Bewertungsgutachter an der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Unternehmen aus seiner Peer Group Betrachtung sowie dem CDAX als Marktportfolio.

Soweit keine konkrete Verwendung der im Unternehmen thesaurierten Beträge erfolgt, können im Rahmen des Bewertungskalküls thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein.¹⁸⁰ Der Bewertungsgutachter hat in der Konvergenzphase und dem Zeitraum der ewigen Rente Mittel, soweit sie nicht zur Finanzierung der Geschäftstätigkeit erforderlich waren, den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet.

¹⁷⁹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 85ff.

¹⁸⁰ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Rn. 321.

Im Rahmen der Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente wurde vom Bewertungsgutachter zudem zutreffend die erforderliche The-saurierung zur Finanzierung des unterstellten nachhaltigen Wachstums berücksichtigt.

Wir halten das Vorgehen des Bewertungsgutachters für sachgerecht.

Ausgangsgröße zur Bemessung der Ausschüttungsquote in der Konvergenzphase und der ewigen Rente bilden Marktausschüttungsquoten. Alternativ kann sich eine engere Orientierung an einer Vergleichsgruppe von Unternehmen (Peer Group), welche auch der Bemessung der Alternativrendite (Betafaktor) zugrunde liegt, oder bei einer Börsen-notierung des Bewertungsobjekts eine Orientierung an den unternehmensindividuellen Verhältnissen anbieten.¹⁸¹

Die für die Konvergenzphase und den anschließenden Zeitraum der ewigen Rente an-gesetzte Ausschüttungsquote in Höhe von 40 % liegt am unteren Rand der am Kapital-markt beobachtbaren Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %.¹⁸² Diese ist aus unserer Sicht als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden. Eine Ausschüttungsquote in Höhe von 40 % liegt zudem innerhalb der im Rahmen aktien-und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen in der Rechtsprechung akzeptierten Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten für den Zeitraum der ewigen Rente.¹⁸³

Aus der Analyse der Unternehmen unserer Peer Group ergab sich bezüglich der Aus-schüttungsquoten kein einheitliches Bild, das gegen die angesetzte Ausschüttungsquote sprechen würde.

Damit ist die vom Bewertungsgutachter angesetzte Ausschüttungsquote aus unserer Sicht als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

8.2.8. Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber

Der objektivierte Unternehmenswert ist aus den erwarteten Zukunftserfolgen des Unter-nehmens abzuleiten, wie sie den Eigenkapitalgebern des Unternehmens zufließen. Da-her ist grundsätzlich auf den Nettozufluss abzustellen, sodass sämtliche Steuerzahlun-gen unabhängig von der Ebene ihres Anfallens zu berücksichtigen sind. Somit ist es sachgerecht, die Zukunftserfolge neben Unternehmenssteuern auch um die persönli-chen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber zu kürzen und mit einem ebenfalls um per-sönliche Ertragsteuern reduzierten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren. Bei gesell-schaftsrechtlichen und – sofern entsprechend geregelt – vertraglichen

¹⁸¹ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Rn. 233.

¹⁸² Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Rn. 280 m.w.N.

¹⁸³ OLG Frankfurt am Main v. 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Düsseldorf v. 27. Juni 2022, 26 W 13/18 [AktE].

Bewertungsanlässen, bei denen auf die Interessen von abzufindenden Gesellschaftern abzustellen ist, ist der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Eigenkapitalgeber zu ermitteln (Rechnung nach persönlichen Ertragsteuern).¹⁸⁴

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, im Ergebnis also mit 26,375 %.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge werden mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 % belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren.

Auch wenn keine empirischen Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vorliegen, halten wir die bei der Bewertung der KCO angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen. Der Ansatz des hälftigen Abgeltungsteuersatzes ist in der Bewertungspraxis üblich und allgemein anerkannt.

Ein Steuervorteil aufgrund eines bestehenden steuerlichen Einlagekontos gem. § 27 KStG war nicht bewertungsrelevant zu berücksichtigen, da die Ausschüttungen aus dem laufenden Ergebnis erfolgen.

Für die Phase der ewigen Rente berücksichtigt der Bewertungsgutachter die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen im Wachstumsabschlag, vgl. Abschnitt 8.3.4. dieses Berichts.

Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

¹⁸⁴ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 90f.

8.2.9. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen ergeben sich ausgehend von der Managementplanung der KCO unter Berücksichtigung der Konvergenzphase und der ewigen Rente folgende zu diskontierenden Nettoausschüttungen aus der Zukunftserfolgsplanung zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren:

KCO Nettoausschüttungen in € Mio.	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Konvergenzphase			TV ab 2033
Ergebnis nach Steuern	53,4	89,3	123,4	139,3	132,0	101,6	103,1	104,7
Thesaurierung (echt)	29,0	51,4	76,4	78,9	- 14,1	- 56,1	18,8	19,0
Frei verfügbare Liquidität	24,4	37,9	47,0	60,4	146,1	157,7	84,4	85,6
Ausschüttungspotential	24,4	37,9	47,0	60,4	146,1	157,7	84,4	85,6
Ausschüttung aus Ergebnis	24,4	37,9	47,0	60,4	52,8	40,6	41,2	41,9
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	- 6,4	- 10,0	- 12,4	- 15,9	- 13,9	- 10,7	- 10,9	- 11,0
Fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	-	-	-	-	93,3	117,1	43,1	43,8
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	-	-	-	-	- 12,3	- 15,4	- 5,7	- 5,8
Zu kapitalisierende Nettoausschüttungen	18,0	27,9	34,6	44,5	119,9	131,5	67,8	68,8

8.3. Kapitalisierungszins

8.3.1. Vorbemerkungen

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der geplanten künftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Die Aufgabe des dabei zur Anwendung kommenden Kapitalisierungszinssatzes besteht zum einen darin, Beträge, die erst in der Zukunft realisiert werden, durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag gleichnamig zu machen. Zum anderen ist es die Aufgabe des Zinssatzes, dem Investor unter Berücksichtigung von Unsicherheit und immanentem Risiko einen Vergleich mit zur Verfügung stehenden laufzeitäquivalenten Alternativinvestitionen zu ermöglichen. Er reflektiert damit die Rendite einer für den Eigentümer des Bewertungsobjekts alternativen Investition, die im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung ihrer finanziellen Überschüsse äquivalent zum Bewertungsobjekt angesehen wird.

Nach IDW S 1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die bewertungsobjektspezifisch anzupassen sind. Bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag (Markttriskoprämie und Betafaktor), die Ertragsteuerbelastung des Investors und einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

Wir haben uns mit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses wie folgt auseinandergesetzt:

8.3.2. Basiszins

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des FAUB aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.¹⁸⁵

Der Bewertungsgutachter ermittelt unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 3,75 % vor persönlichen Ertragsteuern.

Wir haben den angesetzten Basiszins durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB anhand der Zinsstrukturkurve auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank überprüft.

Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten¹⁸⁶ handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen) ermittelt werden.

Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, haben wir eine Durchschnittsbildung vorgenommen. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet.

Für einen Dreimonatszeitraum vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik ein einheitlicher (ungerundeter) Basiszinssatz in Höhe von 3,65 %.

¹⁸⁵ Vgl. IDW Life, Ausgabe 3/2022, S. 322 ff.

¹⁸⁶ Deutsche Bundesbank, tägliche Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-zinsstruktur-fuer-boersennotierte-bundeswertpapiere-650724>.

Der aus den veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Ermittlung des einheitlichen Basiszinssatzes im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen abgeleitete Basiszins wird nach Empfehlungen des FAUB grundsätzlich auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte (bei einem einheitlichen Basiszinssatz von weniger als 1,0 % auf $\frac{1}{10}$ %-Punkte) gerundet, um den Eindruck einer Scheingenauigkeit zu vermeiden.

Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregeln auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte ergibt sich nach unseren Berechnungen ein Basiszins von 3,75 %.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der KCO sind unter anderem die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund zwischenzeitlich eingetretener Zinsänderungen eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ergibt.

Der mit 3,75 % ermittelte einheitliche Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern führt unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern im Rahmen der Bewertung zu einem einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,76 %.

8.3.3. Risikozuschlag

8.3.3.1. Vorbemerkungen

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Chancen und Risiken verbunden, so dass sich die künftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostizieren lassen. Aus Sicht eines risikoaversen Anlegers hat ein unsicherer Zahlungsstrom einen geringeren Wert als ein sicherer Zahlungsstrom mit identischem Erwartungswert. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelden.

Zur Bemessung des Risikozuschlags wäre grundsätzlich auf die individuelle Risikopräferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es praktisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzufragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hierdurch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in Theorie und Bewertungspraxis sowie entsprechend IDW S 1 regelmäßig unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das CAPM beruht auf einem Vergleich der unternehmens-

individuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios. Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der sog. Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe, dem sog. Betafaktor, berechnet.

8.3.3.2. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskanten Wertpapieren gegenüber quasi-risikolosen Anleihen vom Markt gewährt wird.

Bei gesellschaftsrechtlichen und – sofern entsprechend geregelt – vertraglichen Bewertungsanlässen, bei denen auf die Interessen von abzufindenden Gesellschaftern abzustellen ist, ist der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Eigenkapitalgeber zu ermitteln (Rechnung nach persönlichen Ertragsteuern).¹⁸⁷

Das CAPM berücksichtigt in seiner ursprünglichen Ausprägung keine persönlichen Ertragsteuern. Diese wirken sich aber auf die zu beobachtenden Aktienrenditen und damit die Marktrisikoprämie aus. Eine Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen erfolgt durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Zur Ableitung der Marktrisikoprämie werden in der Theorie und Bewertungspraxis insb. eine vergangenheitsorientierte Ermittlung anhand historischer Aktienmarktrenditen sowie eine zukunftsorientierte Ermittlung anhand impliziter Aktienmarktrenditen herangezogen.¹⁸⁸

Der Bewertungsgutachter hat für die Ermittlung des Ertragswerts eine **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** in Höhe von **5,125 %** angesetzt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

(1) Bandbreitenempfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

Der FAUB gibt seit geraumer Zeit sog. Bandbreitenempfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie ab. Hierzu beobachtet er kontinuierlich die Entwicklung auf den

¹⁸⁷ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 91.

¹⁸⁸ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 384 m.w.N.

Kapitalmärkten, ob seine bisherigen Empfehlungen anzupassen sind. Bei seinen Analysen verfolgt der FAUB einen sog. pluralistischen Ansatz.

Vor dem Hintergrund eines seit dem Jahr 2022 zu verzeichnenden deutlichen Anstiegs des barwertäquivalenten Basiszinssatzes verbunden mit einer im Jahr 2025 eingetretenen Normalisierung der Zinsstrukturkurve und den ebenfalls im Jahr 2025 verringerten impliziten Renditeerwartungen am Aktienmarkt hat der FAUB in seiner Sitzung vom 16. September 2025 beschlossen, seine bisherige Empfehlung vom 25. Oktober 2019 anzupassen.¹⁸⁹

Die neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB – Stand 22. September 2025 – sieht eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in der Bandbreite von 5,25 % bis 6,75 %, im Mittel 6,0 % vor (vorher: 6,0 % bis 8,0 %, im Mittel 7,0 %).

Ausgehend von der Empfehlung vor persönlichen Steuern hat der FAUB vor dem Hintergrund des geltenden Abgeltungssteuersystems ergänzend eine Überleitung zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vorgenommen. Dies führt zu einer entsprechenden Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 4,5 % bis 5,75 %, im Mittel 5,125 % (vorher: 5,0 % bis 6,5 %, im Mittel 5,75 %).

Die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt im Mittel der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite.

(2) Rechtsprechung

In der Rechtsprechung wird betont, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich sei¹⁹⁰ bzw. dass es keine mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie gebe.¹⁹¹ Deshalb handele es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt

¹⁸⁹ Vgl. IDW Aktuell – Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB – Stand 22. September 2025, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub-stand-22-09-2025.html>, Abruf vom 21. Juli 2026.

¹⁹⁰ Vgl. OLG Düsseldorf v. 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15; OLG Düsseldorf v. 15. August 2016, I-26 W 17/13; OLG Düsseldorf v. 25. Mai 2016, I-26 W 2/15; OLG Karlsruhe v. 23. Juli 2015, 12a w 4/15; OLG Stuttgart v. 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

¹⁹¹ Vgl. OLG Hamburg v. 8. September 2016, 21 W 36/15; OLG Karlsruhe v. 23. Juli 2015, 12a w 4/15; KG Berlin v. 19. Mai 2011, 2 W 154/08.

werden könne und die dementsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt sei.¹⁹²

Bei dem FAUB handelt es sich aus Sicht der überwiegenden Rechtsprechung um ein anerkanntes Expertengremium. Danach sei es grundsätzlich nicht zu beanstanden, in Bezug auf etwaige ungeklärte Bewertungsfragen, insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie, den Empfehlungen dieses Gremiums zu folgen. Allerdings handle es sich nicht um rechtsverbindliche Regelungen, Gesetze oder sonstige Vorschriften.¹⁹³

Oberlandesgerichtliche Rechtsprechung zur Höhe der Marktrisikoprämie für Bewertungsstichtage nach der Anpassung der Bandbreitenempfehlung des FAUB im September 2025 liegt aktuell nach unserem Kenntnisstand noch nicht vor.

Soweit für Bewertungsstichtage nach dem 25. Oktober 2019, mithin der Veröffentlichung der vorherigen Bandbreitenanpassung durch den FAUB, bekannt, wurde eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 %, also dem Mittelwert der damals vom FAUB empfohlenen Bandbreite, in Beschlüssen in Spruchverfahren nicht beanstandet.¹⁹⁴

(3) Eigene Analysen

Der Bewertungsgutachter führt im Zusammenhang mit der von ihm angesetzten Marktrisikoprämie u.a. Analysen zu historischen sowie zu impliziten nominalen Markttrenditen durch. Im Ergebnis kommt der Bewertungsgutachter auf Basis historischer Markttrenditen zu einer möglichen Bandbreite für die nominale Markttrendite vor Steuern zwischen rd. 8,0 % und rd. 10,4 %. Unter Abzug des aktuellen Basiszinsniveaus von rd. 3,75 % vor persönlichen Steuern ergibt sich daraus eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zwischen rd. 4,3 % und rd. 6,7 %. Vor diesem Hintergrund setzt der Bewertungsgutachter zunächst eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,00 % an, zu der dann eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125 % korrespondiert. Zu weiteren Erläuterungen zum Vorgehen verweisen wir auf Abschnitt 6.1.2. des Bewertungsgutachtens.

¹⁹² Vgl. OLG Düsseldorf v. 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15; OLG Düsseldorf v. 15. August 2016, I-26 W 17/13; OLG Hamburg v. 7. Juni 2011, 21 W 2/11; OLG Karlsruhe v. 18. Mai 2016, 12a W 2/15; v. 23. Juli 2015, 12a W 4/15.

¹⁹³ Vgl. BayObLG v. 8. August 2025 – 101 W 116/24 Tz. 133ff., OLG München v. 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20 Tz. 81, OLG München v. 9. April 2021 – 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19 Tz. 94 m.w.N., OLG Düsseldorf v. 5. Juni 2025 – 26 W 7/22, Tz. 72.

¹⁹⁴ Vgl. OLG Frankfurt v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22; OLG Frankfurt v. 26. Mai 2023, 21 W 119/22; LG München v. 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München v. 19. April 2024, 5 HK O 9734/22; LG Hamburg v. 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21; LG München 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21; LG Hamburg v. 3. November 2023, 403 HK O 90/22; LG München v. 25. August 2023, 5 HK O 12034/21; LG München v. 30. Juni 2023, 5 HKO 12034/21; LG München v. 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22; LG Stuttgart v. 16. Mai 2023, 40 O 64/20 KfHSpruchG.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters **in einem ersten Schritt** nachvollzogen. Sie sind methodisch sachgerecht und im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Marktrenditen und risikolosem Zins nur indirekt, d.h. über die Parameter Marktrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant, vielmehr die künftig erwartete.

Wir haben vor diesem Hintergrund ergänzend daher **in einem zweiten Schritt** auch eigene Analysen zu den tatsächlich erzielten historischen Marktrenditen des Composite DAX (CDAX) und zu den impliziten Marktrenditen auf Grundlage des DAX durchgeführt.

Zur **Analyse der historischen Marktrenditen** des CDAX haben wir die relativen Veränderungen des CDAX zwischen zwei Messzeitpunkten in der Vergangenheit ermittelt. Ausgangspunkt für diese Analyse auf Grundlage des CDAX war der 30. Dezember 1987.¹⁹⁵ Zur Reduktion von Abhängigkeiten vom konkreten Anfangs- bzw. Endzeitpunkt (z.B. aufgrund von kurzfristigen Schwankungen der Börsenindizes) haben wir innerhalb des analysierten Zeitraums auf verschiedene Anfangs- bzw. Endjahre und innerhalb der Jahre auch auf einzelne Monate abgestellt. Auf Grundlage dieser Analysen zu den realisierten Marktrenditen und unter Ansatz des Mittelwertes der geometrischen und der arithmetischen Renditen ergeben sich überwiegend Marktrenditen in einer Bandbreite von rd. 7,0 % bis 10,0 %.

Die **Analyse der impliziten Marktrenditen** des DAX haben wir für einen Zeitraum von 2006 bis August 2026 durchgeführt. Zur Ableitung von impliziten Renditen werden Bewertungsmodelle zum Kapitalisierungszinssatz umgestellt, sodass die gesuchte Größe nicht der Unternehmenswert, sondern der in das Modell einfließende Kapitalisierungszinssatz bzw. die erforderliche Rendite ist. In dem Fall müssen indes der Wert des Unternehmens und die finanziellen Überschüsse bekannt sein. Diese Informationen werden üblicherweise aus der Marktkapitalisierung des Unternehmens an der Börse und den Analysteneinschätzungen zu künftigen finanziellen Überschüssen des Unternehmens abgeleitet. Die implizite Rendite eines Marktes (implizite Marktrendite) ergibt sich durch Betrachtung aller im Markt enthaltener Unternehmen. Basis der Analysen zu den impliziten Marktrenditen waren insbesondere

¹⁹⁵ Deutsche Börse AG, Leitfadem zu den Aktienindizes der Deutschen Börse AG, Mai 2018, S. 15.

die Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen sowie Einschätzungen der Analysten zu künftigen Jahresüberschüssen dieser Unternehmen (Konsensus-Schätzungen) zu den einzelnen Betrachtungszeitpunkten. Unter Berücksichtigung weiterer Annahmen insbesondere u.a. zu Wachstum und Thesaurierungen haben wir hieraus jeweils die Rendite ermittelt, die den Börsenkursen der DAX-Unternehmen und somit dem DAX als Marktindex implizit zugrunde lag.

Im Rahmen dieser Analyse ist festzustellen, dass die impliziten Markttrenditen im Zeitablauf deutlich schwanken und in der letzten Zeit zurückgegangen sind. Vor dem Hintergrund, dass für die Marktrisikoprämie ein zukunftsgerichteter langfristiger Schätzer erforderlich ist, ist es sachgerecht, nicht auf einzelne Stichtagswerte in Bezug auf die so ermittelten impliziten Markttrenditen abzustellen, sondern längerfristige Durchschnitte zu betrachten. Über den Analysezeitraum gesehen ergeben sich implizite Markttrenditen in einer Bandbreite von rd. 8,1 % bis 10,4 %. Dies bestätigt insoweit die Feststellungen des Bewertungsgutachters zur Markttrendite.

Da die Unternehmensbewertung nach persönlichen Steuern erfolgt, haben wir ergänzend analysiert, ob die so ermittelte Bandbreite zur Markttrendite vor persönlichen Steuern eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in der vom Bewertungsgutachter angesetzten Höhe rechtfertigt.

Ausgehend von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,125 %, einer angenommenen Ausschüttungsquote des Marktes in Höhe von 40 % (vgl. Abschnitt 8.2.7. dieses Berichts) und unter Berücksichtigung des aktuell geltenden Abgeltungssteuersystems (vgl. Abschnitt 8.2.8. dieses Berichts) sowie des ermittelten einheitlichen Basiszinssatzes ergibt sich die in der folgenden Tabelle dargestellte Überleitung zur zugehörigen erwarteten nominalen Markttrendite vor Steuern:

KCO	
Überleitung zu einer nominalen Markttrendite vor persönlichen Steuern	
1 Erwartete Marktrisikoprämie nach pers. Steuern	5,13%
2 Basiszinssatz nach pers. Steuern *	2,76%
3 Erwartete nominale Markttrendite nach pers. Steuern (= 1+2)	7,89%
4 Zzgl. pers. Steuer (19,78 %) **	1,79%
5 Erwartete nominale Markttrendite vor pers. Steuern (= 3+4)	9,67%

* Unterstellt, dass der Basiszins vor persönlichen Ertragssteuern von 3,75 % um 26,375 % Abgeltungssteuer zu kürzen ist, um den Basiszins nach persönlichen Ertragssteuern zu erhalten.

** Unterstellt, dass die Markttrendite zu 40 % als Dividende ausgekehrt wird und insoweit der Abgeltungssteuer in Höhe von 26,375 % (incl. SolZ) unterliegt und zu 60 % als Kursgewinn dem hälftigen Abgeltungssteuersatz in Höhe von 13,1875 % unterliegt.

Unter den dargestellten Parametern ergibt sich eine Markttrendite vor persönlichen Steuern in Höhe von rd. 9,67 %, die zwar innerhalb der Bandbreite, gleichwohl oberhalb des Mittels unserer Analyseergebnisse liegt.

Auf Grundlage der vorstehenden Feststellungen und unserer Analysen ist in einer Gesamtschau die angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,125 % nach persönlichen Steuern zum relevanten Bewertungsstichtag ein vertretbarer Schätzer. Hierbei ist dem Bewertungsgutachter insoweit zuzustimmen, als dass angesichts eines weiterhin erhöhten Unsicherheits- und Volatilitätsniveaus an den Kapitalmärkten sowie der anhaltenden geopolitischen Spannungen derzeit eher davon auszugehen ist, dass eine langfristige historische Betrachtung gegenüber einer rein kurzfristigen Betrachtung allein der aktuell feststellbaren impliziten Markttrenditen vorzugswürdig zur Begründung der Höhe der Marktrisikoprämie ist.

Der Bewertungsgutachter hat zusätzlich und höchstvorsorglich eine Sensitivitätsanalyse mit einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 4,75 % durchgeführt, auch wenn er den Ansatz einer niedrigeren Marktrisikoprämie zum aktuellen Zeitpunkt nicht für sachgerecht hält. Dies halten wir – auch vor dem Hintergrund der derzeit niedrigen impliziten Markttrenditen – für nachvollziehbar.

8.3.3.3. Betafaktor

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es daher grundsätzlich üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. „Unlevern“). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjektes berücksichtigt (sog. „Relevern“).

Bei der Bewertung der KCO wurde vom Bewertungsgutachter ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von **0,60** zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der KCO

Für die KCO ist es aufgrund der am Kapitalmarkt gebildeten Aktienkurse grundsätzlich möglich, Betafaktoren für die Vergangenheit zu berechnen; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 4.2. dieses Berichts.

Der Bewertungsgutachter stellt zunächst zutreffend fest, dass der Kursverlauf der Aktie der KCO ab dem 6. Dezember 2025 durch den Übernahmeprozess beeinflusst war. Wir verweisen zum Kursverlauf der Aktie der KCO auf Abschnitt 7.1.6. dieses Berichts. Folgerichtig stellt der Bewertungsgutachter daher bei der Berechnung der eigenen Betafaktoren der KCO auf einen Zeitraum bis inkl. dem 5. Dezember 2025 ab. Über Beobachtungszeiträume von zwei bzw. fünf Jahren bei wöchentlichen bzw. monatlichen Renditeintervallen gegen sowohl den CDAX als auch einen internationalen Index berechnet der Bewertungsgutachter sodann unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,47 und 0,76 und leitet daraus im Ergebnis einen unverschuldeten Betafaktor der KCO in Höhe von 0,60 ab. Hierbei war über einen Beobachtungszeitraum von zwei Jahren im historischen Verlauf ein Rückgang des eigenen Betas zu erkennen, obwohl gegenläufig eine gestiegene Stahlpreisvolatilität bei im Übrigen schwacher Konjunkturentwicklung zu verzeichnen war. Diese gegenläufige Entwicklung erschien nicht sachgerecht. Der Bewertungsgutachter stellt sodann fest, dass der so ermittelte historische Betafaktor der KCO auch vor dem Hintergrund der erwarteten Unternehmensentwicklung grundsätzlich nicht risikoäquivalent zur Unternehmensplanung der KCO ist, die der Ertragswertableitung zugrunde gelegt wurde.

Wir haben eigene Analysen zum Betafaktor der KCO durchgeführt.

Die Ermittlung des historischen Betafaktors erfolgt grundsätzlich durch Regression zwischen Aktienrenditen und der Rendite eines Index als Schätzer für das Marktportfolio. Bei der Nutzung historischer Betafaktoren als Anhaltspunkt ist zu beobachten, dass diese je nach gewähltem

- Beobachtungszeitraum,
- Renditeintervall und
- Vergleichsindex

zum Teil stark schwanken und daher in Bezug auf die Abschätzung für die Unternehmensbewertung gegebenenfalls anzupassen sind.

Die Wahl des **Renditeintervalls** ist mit der Festlegung des **Beobachtungszeitraums** verbunden, da zur Ermittlung eines aussagekräftigen Betafaktors über eine Regressionsanalyse mindestens eine bestimmte Anzahl von Datenpunkten benötigt wird. Aufgrund schwankender Umsätze und möglicher Sondereinflüsse wird einerseits von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten. Bei längeren Intervallen – etwa Monaten oder Jahren – können andererseits hingegen nur bei sehr langen Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte ermittelt werden. Diese bergen wiederum die Problematik in sich, dass aufgrund struktureller Brüche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder der sich im Zeitablauf ändernden Unternehmensstrategie keine Vergleichbarkeit für die Zukunft unterstellt werden kann.

Am 27. März 2026 wurde die Absicht der WS zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags veröffentlicht. Bei der Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkursverlaufs der KCO für den Betafaktor ist jedoch zu berücksichtigen, dass bereits mit der Ad-Hoc-Mitteilung vom 6. Dezember 2025 der KCO, in der Gerüchte bestätigt wurden, nach denen die Gesellschaft mit der Worthington Steel, Inc. Verhandlungen über ein mögliches öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der KCO führe, der Börsenkurs der KCO durch das mögliche Übernahmeangebot deutlich beeinflusst wurde. Wir verweisen insoweit auf die Darstellung des Kursverlaufs der Aktie der KCO unter Abschnitt 7.1.6. dieses Berichts. Damit war auch nach unserer Auffassung die Börsenkursentwicklung ab dem 6. Dezember 2025 von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt.

Vor diesem Hintergrund haben wir für unsere Analysen zum eigenen Betafaktor der KCO grundsätzlich ausgehend vom 6. Dezember 2025 auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und auf einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt.

Hierbei war auch zu berücksichtigen, dass am 13. März 2023 die SWOCTEM GmbH dem Vorstand der KCO die Entscheidung mitgeteilt hatte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für das gesamte ausgegebene Aktienkapital der KCO abzugeben. Die weitere Annahmefrist des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots endete am 12. Mai 2023. Soweit die Beobachtungszeiträume drei bis fünf Jahre umfassen, betreffen sie auch den Zeitraum, in der ggf. der Kursverlauf der Aktie der KCO durch dieses Übernahmeangebot beeinflusst war. Wir haben daher bei diesen Beobachtungszeiträumen den Zeitraum des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots der SWOCTEM GmbH aus dem Frühjahr 2023 nicht in die Ableitung der Betafaktoren einbezogen.

Durch den **Vergleichsindex** soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus

allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da es nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt. Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. Die Bezugnahme auf einen breiten deutschen Index hat z.B. den Vorteil, Konsistenz zu den Analysen zur Ableitung der Marktrisikoprämie zu erlangen. Die Bezugnahme auf einen weltweiten Index hat z.B. den Vorteil, dass dieser relativ breiter und damit ggf. einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenäherter ist.

Als Vergleichsindex haben wir sowohl auf den CDAX als landesbreitesten Aktienindex in Deutschland als auch den MSCI ACWI Index, einen weltweiten Index, abgestellt.

Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Teilen von Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den sog. t-Test abgestellt, um die **statistische Signifikanz** des Betafaktors abzuleiten. Andere Literaturmeinungen¹⁹⁶ lehnen die Bewertung der Belastbarkeit eines Betafaktors anhand des t-Tests ab. Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor (Rendite des Aktienindex) wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Betafaktor und dessen Standardfehler berechnet.

In der Bewertungspraxis wird die statistische Signifikanz von Betafaktoren oftmals auch anhand des Bestimmtheitsmaßes R^2 überprüft. R^2 ist ein Maß für die Güte der statistischen Regression. Es beschreibt, welcher Teil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt wird. Ein R^2 in Höhe von beispielsweise 0,4 bedeutet, dass ein Anteil von 40 % der Variation der Aktie durch den Markt erklärt wird.

Unabhängig von der Frage, ob die Heranziehung des t-Tests und die daraus abgeleitete statistische Signifikanz als Gütekriterium der Belastbarkeit eines Betafaktors geeignet sind, haben wir die ermittelten Betafaktoren der KCO anhand des t-Tests auf statistische Signifikanz überprüft.

¹⁹⁶ Vgl. z.B. Franken/Schulte, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und t-Test: Ein Irrweg?, WPg 2010, S. 1110 ff.

Die folgende Tabelle zeigt die von uns ermittelten Betafaktoren der KCO zum 5. Dezember 2025 (inkl.):

KCO: Eigener Betafaktor zum 05.12.2025	Raw Beta	Beta (unv.)	R ²	t-Test
2 Jahre, wöchentlich				
CDAX Index (Total Return)	1,04	0,55	0,21	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,71	0,41	0,08	signifikant
Arithmetisches Mittel	0,88	0,48	0,14	
3 Jahre, wöchentlich				
CDAX Index (Total Return)	1,05	0,59	0,23	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	0,88	0,51	0,13	signifikant
Arithmetisches Mittel	0,96	0,55	0,18	
4 Jahre, wöchentlich				
CDAX Index (Total Return)	0,97	0,62	0,19	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,06	0,66	0,16	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,01	0,64	0,18	
5 Jahre, wöchentlich				
CDAX Index (Total Return)	1,03	0,63	0,18	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,08	0,65	0,14	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,05	0,64	0,16	
5 Jahre, monatlich				
CDAX Index (Total Return)	1,39	0,80	0,26	signifikant
MSCI ACWI Index (Total Return)	1,09	0,66	0,12	signifikant
Arithmetisches Mittel	1,24	0,73	0,19	

Die berechneten historischen unverschuldeten Betafaktoren für die KCO liegen zwischen 0,55 und 0,80 (Regression gegen den CDAX) bzw. zwischen 0,41 und 0,66 (Regression gegen den MSCI ACWI Index). Im arithmetischen Mittel ergibt sich ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von rd. 0,61 über alle Beobachtungszeiträume, Renditeintervalle und Referenzindizes. Hierbei liegen die unverschuldeten Betafaktoren im arithmetischen Mittel gegen den CDAX bei rd. 0,64 und gegen den MSCI ACWI Index bei rd. 0,58.

Sowohl in der aktuellen Literatur als auch in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien auf die **Liquidität** der betrachteten Aktie abgestellt, wenn die Eignung eines Betafaktors beurteilt werden soll.¹⁹⁷

¹⁹⁷ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08.

Wir haben daher für die Aktien der KCO eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir ausgehend vom 5. Dezember 2025 (inkl.), getrennt nach Jahresscheiben, für einen Zeitraum von fünf Jahren folgende Liquiditätskennziffern ermittelt:

- Relation aus Tagen mit Handel der Aktie der Gesellschaft zu möglichen Börsentagen
- Relative Geld-/Briefspanne (Bid-Ask-Spread) im arithmetischen Mittel
- Täglicher Handelsumsatz in Euro im arithmetischen Mittel

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Liquiditätsanalyse ausgehend vom 5. Dezember 2025 (inkl.):

KCO: Liquiditätskennziffern zum 05.12.2025	Jahresscheiben					2 Jahre	5 Jahre
	05.12.2025 bis 06.12.2024	05.12.2024 bis 06.12.2023	05.12.2023 bis 06.12.2022	05.12.2022 bis 06.12.2021	03.12.2021 bis 07.12.2020	05.12.2025 bis 06.12.2023	05.12.2025 bis 07.12.2020
Handelstage in % der Börsentage	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ø Bid-Ask Spread pro Tag in %	0,52%	0,53%	0,36%	0,25%	0,25%	0,53%	0,38%
Handelsumsatz pro Tag in €	1.071.986	558.370	1.700.676	4.461.793	4.880.766	813.664	2.533.498

Wenngleich es keine abschließenden Vorgaben für absolute Grenzwerte der betrachteten Liquiditätskennziffern in Literatur und Rechtsprechung gibt, ist die Aktie der KCO als hoch liquide einzustufen; hierzu sei auch auf Abschnitt 7.1.5. dieses Berichts verwiesen.

Bei der Festlegung des Betafaktors im Rahmen der Ertragswertberechnung ist zu berücksichtigen, dass der Betafaktor grundsätzlich kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert ist, sondern ein unter Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Risikostruktur durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.¹⁹⁸ Es geht darum, die in der Planung der Gesellschaft zum Ausdruck kommenden künftig erwarteten finanziellen Überschüsse mit einem dazu passenden Zins zu diskontieren. Der Betafaktor ist somit zukunftsbezogen zu schätzen. Hierbei wird in der Bewertungspraxis bei seiner Ermittlung als Ausgangsgröße der Prognose auf beobachtbare Vergangenheitswerte zurückgegriffen.¹⁹⁹

Vor diesem Hintergrund ist festzustellen, dass das Niveau der EBITDA-Marge des Klöckner & Co-Konzerns in den letzten drei Jahren im Durchschnitt bei rd. 3,5 % (bereinigt) lag; trotz der angekündigten Strategie und der kommunizierten strategischen Zielgröße für die EBITDA-Marge von über 5 % wurde diese in der weiteren Vergangenheit lediglich im Jahr 2021 zwar deutlich, aber eben auch aufgrund besonderer Umstände, nämlich den Folgen der COVID-19-Pandemie, einmalig überschritten. Gleichzeitig zeigte der Plan-Ist-Vergleich, dass die Gesellschaft seit dem Jahr 2023 regelmäßig die Planwerte

¹⁹⁸ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Auflage, 2020, Rn. 817.

¹⁹⁹ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 403.

im Ist verfehlte; vgl. Abschnitt 8.2.4. dieses Berichts. In der Planung der Gesellschaft, die der Ableitung des Ertragswerts zugrunde gelegt wird, wird hingegen erwartet, die strategische Zielmarge zu erreichen und für die Phase der ewigen Rente dauerhaft im Durchschnitt halten zu können, mithin mit einer nachhaltigen EBITDA-Marge von rd. 5,5 % geplant; vgl. Abschnitt 8.2.5. und Abschnitt 8.2.6.4. dieses Berichts.

Vor diesem Hintergrund ist es sachgerecht und erforderlich zur Abschätzung des Betafaktors als Maßgröße des systematischen Risikos der KCO ergänzend eine Peer-Group-Analyse durchzuführen.

Peer-Group-Analyse

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in einem ersten Schritt die **Peer-Group-Analyse des Bewertungsgutachters** analysiert.

Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Betafaktors zunächst im Rahmen eines strukturierten Prozesses auf Grundlage der Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ und unter Anwendung einer Scoring-Analyse Unternehmen identifiziert, deren Tätigkeitsfelder und Risikofaktoren, die Geschäftstätigkeit sowie die regionale Ausrichtung der KCO widerspiegeln. Insgesamt weist seine Peer Group für Zwecke der Betafaktorenerhebung 12 börsennotierte Vergleichsunternehmen aus, die alle in der Stahlbranche tätig sind. Dabei werden sowohl Stahlhersteller betrachtet, die ebenfalls als Distributor am Markt auftreten, als auch reine Distributoren in die Analyse einbezogen. Die Vergleichsunternehmen sind überwiegend in Westeuropa und Nordamerika ansässig und tätig. Die rechnerische Ableitung der Betafaktoren für die Unternehmen der Peer Group erfolgte vom Bewertungsgutachter über Beobachtungszeiträume von zwei bzw. fünf Jahren bei wöchentlichen bzw. monatlichen Renditeintervallen, ausgehend vom 21. August 2026. Der Bewertungsgutachter stellt auf sog. Raw-Betafaktoren ab und führt die Regressionsanalysen jeweils gegen breite lokale Indizes durch. Ausgehend von den in der Vergangenheit beobachteten (verschuldeten) Betafaktoren wurden unverschuldete Betafaktoren unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital berechnet.

Der Bewertungsgutachter hat hierbei nur Peer-Group-Unternehmen berücksichtigt, deren zugrunde liegende Aktien einen ausreichend hohen Free Float – also die im freien Handelsverkehr verfügbaren Aktien – aufweisen. Zudem musste das tägliche Handelsvolumen im Verhältnis zum Free Float angemessen hoch sein und der Bid-Ask-Spread auf einem niedrigen Niveau liegen. Ebenso wurden nur solche Aktien einbezogen, deren Kurse nicht wesentlich durch außerordentliche, nicht wertbezogene Ereignisse

beeinflusst wurden. Dadurch sollte eine eingeschränkte Liquidität bzw. Marktgängigkeit ausgeschlossen und die Belastbarkeit der Betafaktoren sichergestellt werden.

Der Bewertungsgutachter ermittelt auf Basis seiner Peer Group unverschuldete Betafaktoren in Bandbreiten von 0,92 bis 0,95 (arithmetisches Mittel) bzw. 0,94 bis 0,98 (Median), die somit jeweils deutlich oberhalb des durchschnittlichen eigenen Betafaktors liegen.

Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist nachvollziehbar, methodisch schlüssig und wurde von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten verifiziert. Die vom Bewertungsgutachter auf diesem Weg ermittelten Betafaktoren sind im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich der Auswahlkriterien möglicher Peer-Group-Unternehmen sowie der spezifischen Ermittlung der Betafaktoren in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen des Bewertungsgutachters in einem zweiten Schritt **eigene Analysen zur Höhe eines angemessenen Betafaktors auf Grundlage einer möglichen Peer Group** vorgenommen.

Im Rahmen unserer Analysen konnten wir kein einzelnes börsennotiertes Unternehmen mit einem in jeder Hinsicht zur KCO vergleichbaren Geschäftsmodell identifizieren. Wir haben daher unsere Analysen ebenfalls auf Peer-Group-Unternehmen bezogen, die die Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der KCO widerspiegeln. Wir haben unter Verwendung der Datenbank von S&P Capital IQ potenziell vergleichbare börsennotierte Unternehmen recherchiert und diese zu einer sog. Long List verdichtet. Dabei haben wir auch Angaben von KCO bezüglich möglicher Wettbewerber berücksichtigt. Die Unternehmen der Long List wurden auf hinreichende Liquidität im Aktienhandel geprüft. Die danach verbliebenen Unternehmen bilden die sog. Short List und wurden einer detaillierteren Analyse ihrer Geschäftsmodelle und ihrer Vergleichbarkeit mit der KCO unterzogen.

Auf Grundlage dieses Vorgehens haben wir insgesamt fünf Unternehmen in Bezug auf die operativen Risiken als vergleichbar identifiziert. Da die von uns identifizierten Unternehmen aus unserer Peer-Group-Analyse von der Peer-Group-Analyse des Bewertungsgutachters mit umfasst werden, verweisen wir insoweit auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten zu diesen Unternehmen.

Abweichend von den Analysen des Bewertungsgutachters haben wir die Unternehmen Commercial Metals Company, Salzgitter AG, thyssenkrupp AG, Voestalpine AG, SSAB

AB (publ) und Steel Dynamics, Inc. nicht in unsere Peer Group einbezogen, da diese Unternehmen auf Basis unserer Analysen zwar einerseits einen signifikanten Anteil der Umsatzerlöse in Bereichen erwirtschaften, die unmittelbar mit der KCO vergleichbar sind, und zudem – überwiegend in Westeuropa – auch als Wettbewerber von KCO auftreten, andererseits aber auch einen signifikanten Anteil ihrer Umsatzerlöse im Bereich der Stahlherstellung erwirtschaften, der mit der Geschäftstätigkeit der KCO nicht vergleichbar ist. Friedman Industries, Incorporated, ist im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gut vergleichbar mit der KCO, die Handelsdaten der Aktie des Unternehmens erfüllten jedoch die von uns zugrunde gelegten Liquiditätskriterien nicht.

Wir haben auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Die Ermittlung der Betafaktoren wurde auf den 21. August 2026 durchgeführt. Wir stellen auf Raw-Betafaktoren ab.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir nur Betafaktoren berücksichtigt, die im Hinblick auf die Liquidität der zugrunde liegenden Aktie aussagekräftig sind. Bezüglich der verwendeten Indizes haben wir – insoweit ebenfalls entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung des eigenen Betafaktors des Bewertungsobjekts – sowohl auf einen möglichst breiten lokalen Index als auch auf den MSCI ACWI Index abgestellt.

Ausgehend von den aus den beobachtbaren Aktienkursverläufen ableitbaren verschuldeten Betafaktoren haben wir unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital unverschuldete Betafaktoren berechnet.

Als Ergebnis unserer Analyse haben wir für die Peer Group folgende **unverschuldete** Betafaktoren ermittelt:

Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1.	Jacquet Metals SA	France	0,39	0,23	0,44	0,27	0,47	0,35	0,49	0,37	0,54	0,37
2.	Reliance, Inc.	United States	0,81	0,93	0,72	0,81	0,73	0,83	0,73	0,84	0,87	0,92
3.	Russel Metals Inc.	Canada	0,92	0,98	0,83	0,93	0,83	0,94	0,94	0,96	0,95	1,16
4.	Ryerson Holding Corporation	United States	0,69	0,71	0,69	0,70	0,83	0,87	0,77	0,86	0,87	0,95
5.	Worthington Steel, Inc.	United States	1,52	1,55								
	Minimum		0,39	0,23	0,44	0,27	0,47	0,35	0,49	0,37	0,54	0,37
	Arithmetisches Mittel		0,87	0,88	0,67	0,68	0,71	0,75	0,73	0,76	0,81	0,85
	Median		0,81	0,93	0,70	0,76	0,78	0,85	0,75	0,85	0,87	0,94
	Maximum		1,52	1,55	0,83	0,93	0,83	0,94	0,94	0,96	0,95	1,16

Da der Börsengang der Worthington Steel, Inc. am 1.12.2023 erfolgte, konnten über den 2-Jahreszeitraum hinaus keine belastbaren Betafaktoren ermittelt werden (schraffierte Zellen)

Die auf Grundlage der von uns durchgeführten Peer-Group-Analyse ermittelten unverschuldeten Betafaktoren **gegen lokale Indizes** liegen in einer Bandbreite von 0,67 bis 0,87 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,70 bis 0,87 (Mediane). Bei der Regression **gegen den MSCI ACWI Index** ergeben sich entsprechende Bandbreiten von 0,68 bis 0,88 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,76 bis 0,94 (Mediane).

Im Ergebnis ist festzustellen, dass der eigene historische Betafaktor der KCO ausreichend liquide ist und allein vor diesem Hintergrund als Ausgangspunkt zur Abschätzung des zukünftigen systematischen Risikos nicht zu verwerfen wäre. Allerdings ist unter Berücksichtigung der Zukunftserfolgsplanung, die im Rahmen der Ertragswertableitung zugrunde gelegt wurde, das Abstellen auf die Ergebnisse der Peer-Group-Analyse im Hinblick auf die Ableitung des risikoadäquaten Betafaktors als Schätzer für das zukünftige systematische Risiko der KCO sachgerecht.

Der Bewertungsgutachter setzt den unverschuldeten Betafaktor auch vor dem Hintergrund, dass der Börsenkurs im vorliegenden Fall zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie der KCO in Frage kommt, schlussendlich in Höhe von 0,60 und damit in Höhe des eigenen historischen Betafaktors der KCO fest. Dies ist im Rahmen der Vertragsprüfung nicht zu beanstanden, weil dies zu einem höheren Ertragswert führt.

8.3.4. Wachstumsabschlag

Zukunftserfolge werden sowohl durch erwartete Preisänderungen als auch durch Mengen- und Strukturveränderungen beeinflusst. Entsprechend sind Zukunftserfolge und Kapitalisierungszinssatz in einer Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen zu veranschlagen. Hierbei wird das preis-, mengen- oder strukturbedingte Wachstum innerhalb des Planungshorizonts direkt in der Detailplanungsphase und – sofern vorhanden – der Übergangs- oder Konvergenzphase und somit in den Zukunftserfolgen abgebildet. Für das nachhaltige Ergebnis ist es sachgerecht, die Abbildung eines durchschnittlichen annuitätischen Jahres mit Wachstumseffekten aus nachhaltigen Mengen- oder strukturbedingten Änderungen zu berücksichtigen. Da allerdings die Entwicklung der Zukunftserfolge auch in der Phase des nachhaltigen Ergebnisses durch künftige Preisentwicklungen beeinflusst wird, sind die daraus resultierenden nachhaltigen Auswirkungen i.S. einer preisbedingten Wachstumsrate zu berücksichtigen.²⁰⁰

In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch grundsätzlich durch einen Abschlag beim Kapitalisierungszins (Wachstumsabschlag).

Ausgehend von einem nachhaltig eingeschwungenen Zustand (vgl. Abschnitt 8.2.6.4. dieses Berichts) verbleiben als nachhaltige Wachstumsquellen im Wesentlichen Effekte aus Kapazitätserweiterungen sowie der unternehmensspezifischen Inflation.

Durch die unmittelbare Zurechnung der nachhaltig thesaurierten Beträge an die Anteilseigner (vgl. Abschnitt 8.2.7. dieses Berichts) wird das durch Thesaurierungen finanzierte

²⁰⁰ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 123f.

rein operative Wachstum, mithin Kapazitätserweiterungen, berücksichtigt. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums im anzusetzenden Wachstumsabschlag scheidet somit aus.

Werden wachstumsbedingte Effekte aus Unternehmensoptimierungen bereits in der Detailplanungsphase und solche aus Kapazitätserweiterungen in der ewigen Rente durch die Abbildung einer fiktiven Vollausschüttung im Zähler des Bewertungskalküls erfasst, sind durch den anzusetzenden Wachstumsabschlag lediglich rein inflationsbedingte Wachstumseffekte zu erfassen.

Zu berücksichtigen ist dabei, dass für die Schätzung des künftigen preisbedingten Wachstums der Zukunftserfolge im nachhaltigen Ergebnis die allgemein erwartete konsumorientierte Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt sein kann. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten langfristig gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von der allgemeinen konsumorientierten Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne Weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen vollständig auf die Kunden überwälzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwälzt oder durch Effizienzsteigerungen ausgeglichen werden können.²⁰¹

Für die Bewertung der KCO wurde durch den Bewertungsgutachter ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,50 % vor persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

In ihrer jüngsten gesamtwirtschaftlichen Analyse hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Verankerung der Inflationsrate auf rd. 2,0 % als Zielwert für den Euroraum bekräftigt.²⁰² Die Prognosen des IMF für die Inflationsentwicklung in Deutschland in den nächsten vier Jahren liegen mit 2,0 % bis 2,7 % (vgl. Abschnitt 8.1.1. dieses Berichts) auf bzw. etwas oberhalb des EZB-Ziels von 2,0 %. Die implizit aus den Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen abgeleiteten mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für Deutschland liegen nach unseren Analysen aktuell bei rd. 2,0 % bis rd. 2,1 % und damit auf bzw. leicht oberhalb der EZB-Zielgröße.

²⁰¹ IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 125.

²⁰² Vgl. EZB, Pressemitteilung, August 2026.

Die wesentlichen Faktorkosten der KCO sind Stahl, der auskunftsgemäß rd. 90 % des Materialeinkaufs ausmacht, sowie Personalaufwendungen, die zusammen mit dem Materialaufwand rd. 90 % der Gesamtkosten im betrachteten Vergangenheitszeitraum entsprachen. Die Stahlpreise waren in den letzten Jahren durch eine hohe Volatilität gekennzeichnet (vgl. Abschnitt 8.1.2. dieses Berichts), die Lohn- und Gehaltskosten sind aufgrund inflationärer Einflüsse in allen für KCO relevanten Regionen gestiegen.

Der Klöckner & Co-Konzern war in der Vergangenheit in der Lage Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite in einem gewissem Umfang auf die Kunden zu überwälzen. Ein sich veränderndes Stahlpreisniveau auf der Beschaffungsseite beeinflusst insoweit auch das Preisniveau auf der Absatzseite, jedoch mit einem gewissen zeitlichen Verzug. Anders ist dies mit den Personalkostensteigerungen: Der Klöckner & Co-Konzern steht in einem intensiven, stark fragmentierten lokalen Wettbewerb für die Erbringung von höherwertigen Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Stahlhandel, so dass die Überwälzbarkeit dieser Aufwendungen regelmäßig nur eingeschränkt möglich ist. Preissteigerungen im Personalbereich und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden daher in der Vergangenheit teilweise durch Effizienzprogramme, inklusive von Personalmaßnahmen, aufgefangen.

Auch wenn zu berücksichtigen ist, dass Wachstumsabschläge immer nur in Bezug auf den spezifischen Bewertungsfall konkretisiert werden, ist darauf hinzuweisen, dass in der Rechtsprechung in der Vergangenheit Wachstumsfaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 2,0 % als üblich erachtet wurden. Der angesetzte Wachstumsfaktor liegt auch innerhalb der in der Bewertungspraxis bei vergleichbaren Bewertungsanlässen in der Vergangenheit angesetzten Bandbreite.

Unter Berücksichtigung des durch die unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge bedingten Wachstums sowie der im Wachstumsabschlag erfassten inflationsbedingten Wachstumseffekte lässt sich eine Gesamtwachstumsrate von über 6 % ermitteln, die in ihrer Konzeption und Struktur grundsätzlich mit entsprechenden empirisch beobachteten nominalen Wachstumsraten (z.B. langfristiges Gewinn-, Dividenden- oder Kurswachstum) vergleichbar ist.

Vor diesem Hintergrund halten wir den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,50 % vor persönlichen Ertragsteuern für angemessen.

Unter Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag nach Steuern in Höhe von 1,30 %

berechnet. Dieses Vorgehen ist methodisch nicht zu beanstanden und wird von der Rechtsprechung bestätigt.²⁰³

8.3.5. Angesetzter Kapitalisierungszins

Die bei der Bewertung der KCO nach dem Ertragswertverfahren nach Steuern durch den Bewertungsgutachter angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:

KCO	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Konvergenzphase			TV ab 2033
Kapitalisierungszinssatz					2030	2031	2032	
Basiszinssatz	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Persönliche Ertragsteuern auf Basiszinssatz	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Beta (verschuldet)	0,96	1,07	1,06	1,00	1,01	1,03	1,06	1,06
Risikozuschlag	4,91%	5,49%	5,41%	5,13%	5,17%	5,30%	5,44%	5,45%
Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern								1,30%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	7,67%	8,25%	8,17%	7,89%	7,93%	8,06%	8,20%	6,91%

Wir halten die vom Bewertungsgutachter durchgeführte Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für konsistent und nachvollziehbar und im Ergebnis der Höhe nach sachgerecht.

8.4. Ableitung des Ertragswerts

Auf Basis der in Abschnitt 8.2.9 dieses Berichts dargestellten Nettozuflüsse an die Anteilseigner sowie des in Abschnitt 8.3.5 dieses Berichts dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatzes wurde der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 als Ertragswert der KCO durch den Bewertungsgutachter wie folgt ermittelt:

KCO	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Konvergenzphase			TV ab 2033
Ertragswert in € Mio.					2030	2031	2032	
Zu diskontierende Nettoausschüttung	18,0	27,9	34,6	44,5	119,9	131,5	67,8	68,8
Kapitalisierungszinssatz	7,67%	8,25%	8,17%	7,89%	7,93%	8,06%	8,20%	6,91%
Barwertfaktor	0,9287	0,8579	0,7931	0,7351	0,6811	0,6303	0,5825	8,4343
Barwert	16,7	23,9	27,5	32,7	81,7	82,9	39,5	580,4
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	885,3							
Aufzinsung	1,0618							
Ertragswert zum 23. Oktober 2026	940,0							

Wir haben die Ertragswertermittlung auf Grundlage eines eigenen Modells überprüft und halten sie für sachgerecht.

²⁰³ OLG München v. 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, OLG Frankfurt am Main v. 8. September 2020, 21 W 121/15.

8.5. Gesondert bewertetes Vermögen

Neben dem Ertragswert wird im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der KCO durch den Bewertungsgutachter gesondert bewertetes Vermögen berücksichtigt:

Minderheitenanteile

Ergebnisanteile nicht beherrschender Gesellschafter wurden in der Planung der KCO nicht berücksichtigt und damit auch nicht bei der Ermittlung des Ertragswerts. Der Bewertungsgutachter hat insoweit den auf Minderheiten entfallenden Eigenkapitalanteil der betroffenen Gesellschaften als negativen Sonderwert in Höhe von € 6,3 Mio. zum 31. Dezember 2025 im Rahmen der Unternehmenswertermittlung berücksichtigt.

Steuerliche Verlustvorträge

Für nicht in der Steuerplanung berücksichtigte Verlustvorträge in den USA (sog. State Taxes) sowie für in der Konvergenzphase verbleibende steuerliche Verlustvorträge in Mexiko wurde vom Bewertungsgutachter ein positiver Sonderwert von insgesamt € 2,1 Mio. zum 31. Dezember 2025 ermittelt (vgl. auch Abschnitt 8.2.6.3. dieses Berichts).

Verwendung von Forward Rates

Die Umrechnung der geplanten Dividenden ausländischer Tochtergesellschaften erfolgte in der Planung der KCO auf Basis konstanter Wechselkurse (sog. Spot Rates). Der Bewertungsgutachter hat eine Umrechnung auf Grundlage der erhobenen Forward Rates für USD und Schweizer Franken durchgeführt. Hieraus ergibt sich unter Berücksichtigung der geplanten Länderergebnisse insgesamt ein negativer Sonderwert in Höhe von € 43,2 Mio. zum 31. Dezember 2025. Hierbei wird ein isoliert werterhöhender Effekt aus der Berücksichtigung der Forward Rates für Schweizer Franken durch den isoliert wertmindernden Effekt der Forward Rates für USD überkompensiert.

Beteiligungen und Finanzanlagen

Nicht betriebsnotwendige Beteiligungen und sonstige Finanzanlagen wurden auf Basis der von KCO ermittelten Fair Values mit einem positivem Sonderwert in Höhe von € 25,2 Mio. zum 31. Dezember 2025 berücksichtigt.

Die vorstehend beschriebenen Sonderwerte ergeben in Summe einen wertmindernden Betrag von € 22,3 Mio. zum 31. Dezember 2025, der auf den Bewertungsstichtag aufgezinst wurde.

Standort St. Gallen

Der bisher von der DKG betriebene Standort St. Gallen soll zukünftig nicht mehr genutzt werden und wird daher von der KCO als sog. nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft. Da die hiermit verbundenen Wertpotenziale nicht in der operativen Planung enthalten sind, wurde der Standort mit seinem ermittelten Marktwert von € 47,8 Mio. zum 23. Oktober 2026 als positiver Sonderwert berücksichtigt.

Wir haben die Ermittlung der Werte des gesondert bewerteten Vermögens inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten diese für sachgerecht abgeleitet und in der Höhe für angemessen.

Auf Grundlage der Konzern- und Jahresabschlüsse der KCO sowie der erhaltenen Auskünfte haben wir keine Erkenntnisse über darüber hinausgehendes wesentliches gesondert zu bewertendes Vermögen.

8.6. Unternehmenswert nach dem Zukunftserfolgswertverfahren

Der als objektivierter Wert gem. IDW S 1 i.d.F. 2026 nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung des gesondert bewerteten Vermögens ermittelte Unternehmenswert der KCO ergibt sich zum 23. Oktober 2026 wie folgt:

KCO Unternehmenswert in € Mio.	23. Oktober 2026
Ertragswert	940,0
Sonderwert aus Minderheitenanteilen	- 6,7
Sonderwert aus dem St. Gallen-Gelände	47,8
Sonderwert aus steuerlichen Verlustvorträgen	2,3
Sonderwert aus der Umrechnung des Business Plans mit Forward Rates	- 45,9
Sonderwert aus Beteiligungen und andere Finanzanlagen	26,7
Summe gesondert bewertetes Vermögen	24,2
Unternehmenswert	964,1
Anzahl der Aktien in Mio.	99,8
Wert je Aktie in €	9,67

Bezogen auf die 99.750.000 Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie zum 23. Oktober 2026 in Höhe von € 9,67.

Wir haben die Durchführung der Bewertung der KCO in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswerts auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir halten den als Ergebnis der im Bewertungsgutachten von ValueTrust dargestellten Vorgehensweise ermittelten Unternehmenswert der KCO und Wert je Aktie für sachgerecht und angemessen.

Wir haben ebenfalls die unter Abschnitt 7.1.4. des Bewertungsgutachtens dargestellt Sensitivitätsanalyse im Hinblick auf eine niedrigere Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 4,75 % nachvollzogen. Der daraus abgeleitete höhere Unternehmenswert ist insoweit nicht zu beanstanden; zur Marktrisikoprämie verweisen wir auf Abschnitt 8.3.3.2. dieses Berichts.

9. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

In der Bewertungspraxis ist es üblich, einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels sog. Multiplikatorverfahren zu plausibilisieren.

Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesen Verfahren um kapitalmarktorientierte Bewertungskonzepte. Der Grundgedanke der Multiplikatormethode ist, eine bei Vergleichsunternehmen (Peer Group) beobachtbare Bewertungsrelation (Multiplikator) auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen.²⁰⁴

Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Hierbei wird zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden. Equity-Multiplikatoren bilden den Marktpreis des Eigenkapitals unmittelbar ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktpreis des gesamten investierten Kapitals; der Marktpreis des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem vom Marktpreis des gesamten investierten Kapitals der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Wir weisen darauf hin, dass einer Wertfindung über Multiplikatoren generell nur eine eingeschränkte Aussagekraft zukommt, da diese aus unsicheren Kennzahlen anderer Unternehmen abgeleitet werden, die mit dem Bewertungsobjekt teilweise nur eingeschränkt vergleichbar sind.

Ungeachtet dessen haben wir die vom Bewertungsgutachter u.a. zur Plausibilisierung des von ihm ermittelten Unternehmenswerts durchgeführten Analysen nachvollzogen. Er berechnet sog. Trading-Multiplikatoren auf der Grundlage von Umsätzen und operativen Free Cashflows. Die vom Bewertungsgutachter ermittelten Multiplikatoren auf Basis der börsennotierten Peer-Group-Unternehmen sind grundsätzlich nachvollziehbar, methodisch schlüssig abgeleitet und wurden von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten von S&P Capital IQ nachvollzogen. Der Bewertungsgutachter hat zudem eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von vergangenen Transaktionen vorgenommen. Die hieraus abgeleiteten Multiplikatoren sowie die Auswahl der herangezogenen Transaktionen wurden von uns gewürdigt und stichprobenartig rechnerisch überprüft.

Darüber hinaus haben wir den vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert mit einer eigenständigen Betrachtung von Trading-Multiplikatoren plausibilisiert. Hierbei haben wir auf EBIT-Multiplikatoren für die von uns in Abschnitt 8.3.3.3. dieses Berichts dargestellten Unternehmen der Peer Group abgestellt. Über den Kapitalmarktdaten-

²⁰⁴ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt G, S.349 ff.

anbieter S&P Capital IQ haben wir zunächst aktuell verfügbare Analysteneinschätzungen zu den Ergebnisgrößen der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2026 und 2027 sowie die Höhe der Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens der Peer Group abgerufen. Die auf Grundlage der dargestellten Vorgehensweise resultierenden EBIT-Multiplikatoren haben wir auf die äquivalenten Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts übertragen. Nach der Anwendung der über die Peer Group abgeleiteten Multiplikatoren auf die bereinigte Bezugsgröße der KCO haben wir analog zum Vorgehen des Bewertungsgutachters die Nettoverschuldung subtrahiert und den Wertbeitrag der Minderheitenanteile, der steuerlichen Verlustvorträge, der Beteiligungen und Finanzanlagen sowie des Standorts St. Gallen addiert und so den Marktwert des Eigenkapitals der KCO inklusive Sonderwerte berechnet.

In Abhängigkeit vom Referenzjahr ergeben sich bei der Anwendung von EBIT-Multiplikatoren Unternehmenswerte auf Grundlage der Multiplikatoren im Median in einer Bandbreite von rd. € 927 Mio. bis rd. € 1.278 Mio.; insoweit konnten wir das Ergebnis der Multiplikatorenanalyse des Bewertungsgutachters grundsätzlich bestätigen. Der vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert liegt somit innerhalb der von uns ermittelten Bandbreite aus den auf Basis von EBIT-Multiplikatoren ermittelten Unternehmenswerten.

10. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Gemäß § 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit von Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und Abfindung gemäß § 305 AktG stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der KCO aufgetreten sind.

11. Ermittlung der Ausgleichszahlung und der Abfindung

11.1. Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG

Nach § 304 Abs. 1 S. 1 AktG muss ein angemessener Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. § 304 Abs. 2 S. 1 AktG bestimmt sodann weiter, dass als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern ist, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Der Bewertungsgutachter hat den Ausgleich wie folgt ermittelt:

KCO	3M-VWAP			Angebotspreis		
Ausgleichszahlung	Mit KSt + SolZ	Ohne KSt + SolZ	Gesamt	Mit KSt + SolZ	Ohne KSt + SolZ	Gesamt
Wert des Eigenkapitals (in € Mio.)	59,1	1.036,1	1.095,3	59,3	1.038,0	1.097,3
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)		99,75			99,75	
Wert je Aktie in €	0,59	10,39	10,98	0,59	10,41	11,00
Verrentungszinssatz in %		6,00%			6,00%	
Nettoausgleichszahlung je Aktie in €	0,04	0,62	0,66	0,04	0,62	0,66
zuzüglich Körperschaftsteuer und SolZ in €	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01
Bruttoausgleichszahlung je Aktie in €	0,04	0,62	0,67	0,04	0,62	0,67

Ausgehend vom dreimonatigen volumengewichteten Börsenpreis in Höhe von € 10,98 (vgl. Abschnitt 7.1.1. dieses Berichts) bzw. dem (höheren) Angebotspreis in Höhe von € 11,00 je Aktie aus dem Übernahmeangebot (vgl. Abschnitt 4.8. dieses Berichts) wird zunächst unter Ansatz eines Verrentungszinssatzes von 6,0 % eine sog. Nettoausgleichszahlung in Höhe von € 0,66 je Aktie ermittelt. Daraus wird dann durch einen Zuschlag von Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag auf die Nettoausgleichszahlung je Aktie eine sog. Bruttoausgleichszahlung in Höhe von € 0,67 je Aktie abgeleitet.

Wir haben die Ermittlung des Ausgleichs methodisch und inhaltlich nachvollzogen und durch eigene Analysen überprüft.

Der angemessene Ausgleich der außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG kann aus dem Börsenwert der Gesellschaft als **Ausgangspunkt** abgeleitet werden; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 7.1. dieses Berichts. Soweit zur Ermittlung des Ausgleichs vorliegend nicht nur auf den Börsenwert, sondern auch auf den etwas höheren Angebotspreis aus dem Übernahmeangebot von WS in Höhe von € 11,00 je Aktie als Ausgangspunkt für die Berechnung des jährlichen Ausgleichs abgestellt wurde, ist dies unter dem Aspekt der Vertragsprüfung nicht zu beanstanden.

Der Ausgangspunkt für die Berechnung des jährlichen Ausgleichs muss sodann in eine stetige Ausgleichszahlung umgerechnet werden, was durch Verrentung mit einem **Verrentungszinssatz** geschieht.

Sinn und Zweck des Ausgleichs ist der Dividendenersatz. Dabei soll der außenstehende Aktionär so gestellt werden, wie er stehen würde, wenn der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht geschlossen worden wäre.

Der anzuwendende Verrentungszins zur Ableitung des angemessenen festen Ausgleichs nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG muss im Wesentlichen zwei Risiken der in der beherrschten Gesellschaft verbleibenden außenstehenden Aktionäre abbilden: Zum einen das Insolvenzrisiko der herrschenden Gesellschaft während der Laufzeit des Vertrags und zum anderen das Risiko der Auszehrung der beherrschten Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens bis zur Kündigung des BGAV. Über den Verrentungszinssatz ist dabei immer die konkrete Risikostruktur der Ausgleichszahlung abzubilden, die sich aus der jeweiligen konkreten Vertragsgestaltung ergibt.

Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der WS und der KCO sieht vor, dass im Falle der Kündigung des BGAV durch eine der Vertragsparteien der Abfindungsanspruch, ggf. nachdem er gerichtlich im Rahmen eines Spruchverfahren erhöht wurde, wieder auflebt. Die Aktionäre der KCO können also – auch wenn sie ggf. über Jahre hinweg die feste Ausgleichszahlung erhalten haben – ohne Abschläge für die im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vertraglich vereinbarte bzw. im Rahmen des Spruchverfahrens erhöhte, angemessene Abfindung aus dem Unternehmen ausscheiden. Damit besteht für die Aktionäre der KCO aufgrund der konkreten vertraglichen Ausgestaltung bei Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags kein Auszehrungsrisiko.

Insoweit verbleibt als bezifferbares Risiko lediglich das Ausfallrisiko der Schuldnerin, also der WS als herrschendem Unternehmen, während der Laufzeit des BGAV. Das Risiko der Ausgleichszahlung entspricht daher grundsätzlich den Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft.

Vorliegend ist zu berücksichtigen, dass die Worthington Steel, Inc. gegenüber der Worthington Steel GmbH eine Patronatserklärung abgegeben hat, in der sie sich verpflichtet, die Worthington Steel GmbH mit ausreichenden finanziellen Mitteln auszustatten, um ihre Verbindlichkeiten aus dem BGAV vollständig und rechtzeitig zu erfüllen. Insbesondere steht die Worthington Steel, Inc. im Wege der Patronatserklärung auch für die Erfüllung der Verpflichtungen aus dem BGAV gegenüber den außenstehenden Aktionären

der KCO ein. Folglich kann das Ausfallrisiko der Worthington Steel GmbH mit dem der Konzernobergesellschaft, der Worthington Steel, Inc., gleichgesetzt werden.

Der Bewertungsgutachter hat daher zunächst die Renditen einer von der Worthington Steel, Inc. begebenen unbesicherten Anleihe mit einer Laufzeit bis zum 1. Juni 2033 ermittelt. Da die Anleihe in US-Dollar begeben und in US-Dollar börsennotiert ist, wurden die Zahlungsströme hierbei anhand der US-Dollar/Euro-Forward Rates in Euro umgerechnet und die Rendite anhand der Zahlungsströme in Euro bestimmt.

Durch das Abstellen auf die von Worthington Steel, Inc. begebene Anleihe wird unseres Erachtens sachgerecht das spezifische Ausfallrisiko der Worthington Steel, Inc. abgebildet. Die Umrechnung in Euro erfolgt konsistent zu der Umrechnung von Fremdwährungen im Rahmen der Ertragswertberechnung mit Forward Rates.

Allerdings sind vor dem Hintergrund der Emissionswährung der Anleihe und dem Umstand, dass der BGAV zwar grundsätzlich unbefristet, aufgrund der Kündbarkeit gleichwohl im Erwartungswert endlich abgeschlossen wurde, ergänzende Analysen im Hinblick auf einen etwaigen Währungs- oder Laufzeiteinfluss erforderlich.

Daher ist es methodisch sachgerecht, dass der Bewertungsgutachter ergänzend Unternehmensanleihen ohne Besicherung mit einer langen Laufzeit von 15 bis 25 Jahren in Euro betrachtet, die ein mit der Worthington Steel, Inc. vergleichbares Emittentenrating aufweisen sowie zusätzlich von solchen Unternehmen, die eine Ratingklasse unterhalb von Worthington Steel, Inc. stehen. Der Bewertungsgutachter ermittelt die Renditen sowohl bezogen auf den 21. August 2026 als auch über einen Durchschnitt von 1 bzw. 3 Monaten ausgehend von diesem Tag. Diese Durchschnittsbildung ist vor dem Hintergrund des Ausgleichs stichtagsbezogener Schwankungen unseres Erachtens sachgerecht und steht insoweit auch im Einklang mit den diesbezüglich vergleichbaren Überlegungen im Rahmen der Ermittlung des Basiszinssatzes bei der Ertragswertberechnung oder des Börsenwerts der Gesellschaft.

Wir haben die Berechnungsgrundlagen zur Ermittlung der Zinssätze erhalten, nachvollzogen und durch eigene Analysen ergänzt.

Der angesetzte Verrentungszinssatz von 6,0 % liegt am oberen Ende der auf dieser Grundlage ermittelten Zinssätze und ist insoweit unter dem Aspekt der Vertragsprüfung nicht zu beanstanden.

Hinsichtlich des Ausgleichs hat der BGH mit Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 entschieden, dass als Ausgleich i.S.d. § 304 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG den

außenstehenden Aktionären der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinn je Aktie, abzüglich der von der Gesellschaft zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs, als feste Größe zu zusichern ist. Der BGH bezieht dabei nur die Belastung mit inländischer Körperschaftsteuer in die Betrachtung ein, andere inländische sowie ausländische Steuerbelastungen bleiben unberücksichtigt. Ebenfalls unberücksichtigt bleibt das Zusammenspiel möglicher Körperschaftsteueränderungen auf Unternehmensebene mit Veränderungen der Einkommensbesteuerung auf Ebene der Anteilseigner.

Nach dem genannten Beschluss des BGH gilt als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden könne, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns sei. Insbesondere im Fall einer zukünftigen gesetzlichen Absenkung des Körperschaftsteuertarifs sieht der BGH einen ungerechtfertigten Vorteil der Gesellschaft bzw. Obergesellschaft auf Kosten des außenstehenden Aktionärs, weil dann ein entsprechend höherer Betrag für die Gewinnausschüttung zur Verfügung stünde als der einmal als dauerhafte Nettogröße festgesetzte Ausgleich. Bei einer solchen Senkung des Steuersatzes würde dann eine Vollausschüttung des zuvor ermittelten durchschnittlich verteilbaren Bruttogewinns tatsächlich nicht mehr stattfinden.

Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund den Ausgangspunkt für die Verrentung in Relation des in der Planung, die der Ertragswertberechnung zugrunde liegt, auf die körperschaftsteuerpflichtigen deutschen Gesellschaften entfallenden Ergebnisses zum gesamten Ergebnis auf einen mit Körperschaftsteuer belasteten und einen nicht mit Körperschaftsteuer belasteten Teil aufgeteilt. Auf den mit Körperschaftsteuer entfallenden Teil der Nettoausgleichszahlung in Höhe von € 0,04 je Aktie wurde dann die Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag aufgeschlagen, um so zum Bruttoausgleich je Aktie zu gelangen.

Wir haben die Berechnung rechnerisch nachvollzogen. Wenngleich diese Vorgehensweise in Teilen der Literatur kritisiert wird,²⁰⁵ soweit die Bezugsbasis für die Ausgleichszahlung – wie hier – aus dem Börsenkurs und nicht dem Ertragswert abgeleitet wird, ist sie in Übereinstimmung mit der BGH-Rechtsprechung aus unserer Sicht nicht zu beanstanden.

Unter Berücksichtigung des aktuell gültigen Körperschaftsteuersatzes von 15,0 % und des Solidaritätszuschlags von 5,5 %, insgesamt mithin 15,825 %, leitet sich –

²⁰⁵ Vgl. Popp, Einzelfragen zur Ableitung der festen Ausgleichszahlung nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG, AG 2025, Rz. 54-59.

unabhängig von dem gewählten Ausgangspunkt der Verrentung – aus dem Nettoausgleich in Höhe von € 0,66 je Aktie ein korrespondierender jährliche Ausgleich vor Körperschaftsteuer („Bruttoausgleich“) i.H.v. € 0,67 je Aktie ab. Von diesem Bruttoausgleich ist künftig die jeweils gültige Körperschaftsteuerbelastung in Abzug zu bringen.

Gemäß Ziffer 4.2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags beträgt die Ausgleichszahlung für jedes volle Geschäftsjahr der KCO für jede auf den Namen lautende Stückaktie (nennwertlose Namensaktie) der KCO mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von € 2,50, einem Bruttobetrag von € 0,67 abzüglich des Betrags etwaiger Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf der Grundlage des anteiligen Bruttobetrags von € 0,04 je Aktie der KCO zu berechnen ist, der aus Gewinnen resultiert, die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV unterliegt der anteilige Bruttobetrag von € 0,04 je Aktie der KCO, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne der KCO bezieht, einem Abzug von 15,0 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. € 0,01. Zusammen mit dem verbleibenden anteiligen Bruttobetrag von € 0,62 je Aktie der KCO, der sich auf nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegende Gewinne bezieht, beträgt die Ausgleichszahlung nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags € 0,66 je Aktie der KCO für jedes volle Geschäftsjahr.

Der vertraglich vereinbarte Ausgleich liegt damit nicht unterhalb der von ValueTrust ermittelten Beträge.

Im Ergebnis stellen wir danach fest, dass der vertraglich vereinbarte Ausgleich angemessen ist.

11.2. Abfindung gemäß § 305 AktG

Der Börsenkurs der KCO kann vorliegend eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG sein. Die Aktie der KCO erfüllt nach unseren Analysen die hierfür erforderlichen Voraussetzungen; wie verweisen auf Abschnitt 7.1. dieses Berichts.

Für den Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem 27. März 2026, an dem die Absicht der WS bekannt gegeben wurde, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abschließen zu wollen, d.h. vom 27. Dezember 2025 bis zum 26. März 2026 einschließlich, ermittelte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einen gültigen

Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebV in Höhe von € 10,98 je Aktie.

Soweit der Bewertungsgutachter zur Beurteilung des Unternehmenswerts der KCO neben dem Börsenkurs auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt hat, ergeben sich keine Anhaltspunkte, die gegen eine Abfindung auf Grundlage des Börsenkurses sprechen.

Gemäß Ziffer 5.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verpflichtet sich WS, auf Verlangen jedes außenstehenden Aktionärs der KCO dessen Aktien der KCO gegen eine Barabfindung in Höhe von € 11,00 je Aktie der KCO zu erwerben.

Die vertraglich vereinbarte Abfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

12. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der Ausgleichszahlung und der Abfindung

Als gerichtlich bestellter Vertragsprüfer haben wir eine Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 8. September 2026 zwischen der Worthington Steel GmbH, Stuttgart, und der Klöckner & Co SE, Düsseldorf, nach § 293b Abs. 1 AktG durchgeführt.

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag soll der Hauptversammlung der Klöckner & Co SE am 23. Oktober 2026 zur Beschlussfassung vorgelegt werden.

Wir geben gemäß § 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den vorstehend dargelegten Gründen der im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Worthington Steel GmbH und der Klöckner & Co SE vorgesehene Ausgleich von € 0,66 je Aktie der Klöckner & Co SE (Nettobetrag) und die vorgesehene Abfindung, nach der den außenstehenden Aktionären der Klöckner & Co SE je Aktie ihrer Gesellschaft eine Abfindung von € 11,00 angeboten wird, angemessen. Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, wonach sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Bruttobetrag von € 0,67 je Aktie abzüglich von der Klöckner & Co SE hierauf zu entrichtender Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für die Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen vor dem Hintergrund der BGH-Entscheidung – II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

Düsseldorf, den 9. September 2026

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jochen Breithaupt
Wirtschaftsprüfer

Sylvia Fischer
Wirtschaftsprüferin

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Düsseldorf vom 12. Juni 2026 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen sachverständigen Vertragsprüfer
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Worthington Steel GmbH, Stuttgart, und der Klöckner & Co SE, Düsseldorf, vom 8. September 2026
- Anlage 4** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

ANLAGE 1



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren auf Bestellung eines gemeinsamen Vertragsprüfers

an dem beteiligt sind:

1. Worthington Steel GmbH, c/o Sitem Group, Graf-Zeppelin-Straße 29, 72202 Nagold,

Verfahrensbevollmächtigte: Rechtsanwälte Latham & Watkins,
Maximilianstr. 13, 80539 München,

2. Klöckner & Co SE, Peter-Müller-Straße 24, 40468 Düsseldorf,

Verfahrensbevollmächtigte: Rechtsanwälte Hengeler Mueller, Benrather
Straße 18-20, 40213 Düsseldorf,

Antragstellerinnen,

hat die 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf
am 12.06.2026

durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Sackermann

beschlossen:

Auf Antrag der Antragstellerinnen wird als gemeinsame sachverständige Vertragsprüferin für die Prüfung des beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Worthington Steel GmbH als herrschendem Unternehmen und der Klöckner & Co SE als abhängigem Unternehmen gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c Ziff. ii SE-VO i.V.m. §§ 293b ff. AktG

die

Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Cecilienallee 6-7

40474 Düsseldorf

bestellt.

Die Kosten des Verfahrens tragen die Antragstellerinnen.

Der Geschäftswert für das Verfahren wird auf **50.000,00 EUR** festgesetzt.

Gründe:

Die bestellte Vertragsprüferin erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 01.06.2026 die Bedingungen der einschlägigen Vorschriften des AktG und ihrer Bestellung stehen insbesondere keine Hinderungsgründe nach §§ 293d Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG in Verbindung mit §§ 319 Abs. 2 - 4, 319b Abs. 1 HGB, §§ 43 ff. WPO und § 293d Abs. 1 Satz 2 AktG in Verbindung mit Art. 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 entgegen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung besteht die Möglichkeit der Beschwerde. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden. Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem Landgericht Düsseldorf (Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf oder Postfach 103461, 40025 Düsseldorf) einzulegen. Die Frist beginnt jeweils mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und soll begründet werden.

Gegen die Wertfestsetzung ist die Beschwerde an das Landgericht Düsseldorf statthaft, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 300,00 EUR übersteigt oder das Landgericht die Beschwerde zugelassen hat. Die Beschwerde ist spätestens innerhalb von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, bei dem Landgericht Düsseldorf, Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf, schriftlich in deutscher Sprache oder zur Niederschrift des Urkundsbeamten der Geschäftsstelle einzulegen. Die Beschwerde kann auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines jeden Amtsgerichtes abgegeben werden. Ist der Streitwert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, so kann die Beschwerde noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder formloser Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden.

Der Vorsitzende

Sackermann

ANLAGE 2

Anlage 2 – Abkürzungsverzeichnis

%	Prozent
&	und
€	Euro
3M-VWAP	3-Monats-VWAP (deutsch: volumengewichteter 3-Monats-Durchschnittskurs)
ABL	Asset-Based-Lending (deutsch: forderungsbesicherte Kreditlinie)
ABS	Asset-Backed-Securities (deutsch: forderungsbesicherte Wertpapiere)
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Baker Tilly	Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bid-Ask-Spread	Geld-/Briefspanne
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BOFC	SAP Business Objects Financial Consolidation
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model

CBAM	Carbon Border Adjustment Mechanism (deutsch: CO ₂ -Grenz- ausgleichsmechanismus)
CDAX	Composite DAX
CNC	Computerized Numerical Control
CoC	Centers of Competence (deutsch: Kompetenzzentren)
COMEX	Commodity Exchange (deutsch: Rohstoffbörse)
CRC	Cold Rolled Coil (deutsch: kaltgewalzter Stahl)
CTL	Cut-to-Length
d.h.	das heißt
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
DKG	Debrunner Koenig Gruppe, St. Gallen
DPLTA	Domination and Profit and Loss Transfer Agreement (deutsch: Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag)
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Manage- ment e.V., Frankfurt
e.V.	eingetragener Verein
EAF	Electric Arc Furnace (deutsch: Elektrolichtbogenofen)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortiza- tion
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EU-ETS	EU Emissions Trading System (deutsch: EU-Emissionshan- delssystem)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUROFER	European Steel Association (deutsch: Europäischer Stahlver- band)
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebs- wirtschaft des IDW

FTE	Full Time Equivalent (deutsch: Vollzeitäquivalent)
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GOES	Grain-oriented Electrical Steel (deutsch: kornorientiertes Elektroband)
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
HRC	Hot Rolled Coil (deutsch: Warmbreitband)
HVAB	Higher Value Added Business (deutsch: höherwertiges Anarbeitungsgeschäft)
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.S.(d.)	im Sinne (des/der)
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards (deutsch: Internationale Rechnungslegungsstandards)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW PH 2/2017	IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, Stand: 2. Januar 2017
IDW S 1 a.F.	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), Stand: 4. Juli 2016
IDW S 1 i.d.F. 2026	Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung (IDW S 1 i.d.F. 2026), Stand: 11. Februar 2026
IDW S 17	IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, Stand: 18. November 2025
IFRS	International Financial Reporting Standards (deutsch: Internationale Rechnungslegungsstandards)

IfW	Institut für Weltwirtschaft, Kiel
IMF	International Monetary Fund (deutsch: Internationaler Währungsfonds)
insb.	insbesondere
ISIN	International Securities Identification Number (deutsch: Internationale Wertpapierkennnummer)
KCO	Klöckner & Co SE, Düsseldorf
KG	Kammergericht (Berlin)
KI	Künstliche Intelligenz
KMAT	Klöckner Metals Austria
KMC	Kloeckner Metals Americas
KME	Kloeckner Metals Europe
KMEX	Kloeckner Metals Mexico
KMG	Klöckner Metals Germany
KOF	Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KUSA	Kloeckner USA
LG	Landgericht
lit.	littera
LME	London Metal Exchange (deutsch: Londoner Metallbörse)
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Market Abuse Regulation (deutsch: Marktmissbrauchsverordnung)
MDAX	Mid-Cap DAX
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI ACWI	Morgan Stanley Capital International All Country World Index
MüKo	Münchener Kommentar
NKAM	National Key Account Management
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (deutsch: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OEM	Original Equipment Manufacturer (deutsch: Erstausrüster)
OLG	Oberlandesgericht
OpFCF	Operativer Free Cashflow
p.a.	per annum (deutsch: pro Jahr)
rd.	rund
Rn.	Randnummer
ROCE	Return on Capital Employed (deutsch: Rendite auf das eingesetzte Kapital)
Rs.	Rechtssache
S&P Capital IQ	S&P Global Market Intelligence LLC, New York, USA
S.	Satz/Seite
SDAX	Small-Cap DAX
SE	Societas Europaea (deutsch: Europäische Gesellschaft)
sog.	sogenannte(r)
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
T€	Tausend Euro
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model (deutsch: steueradjustiertes Preismodell für Kapitalanlagen)
Tto	Tausend Tonnen
TV	Terminal Value (deutsch: Endwert/Fortführungswert)
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
USA	United States of America (deutsch: Vereinigte Staaten von Amerika)
USMCA	United States–Mexico–Canada Agreement (deutsch: Freihandelsabkommen USA–Mexiko–Kanada)
v.	vom
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München

vgl.	vergleiche
VWAP	Volume Weighted Average Price (deutsch: volumengewichteter Durchschnittskurs)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (deutsch: gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
WP	Wirtschaftsprüfer
WPG	Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WPH	WP Handbuch
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebVO	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung)
WS	Worthington Steel GmbH, Stuttgart
XETRA	Exchange Electronic Trading
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

ANLAGE 3

8. September 2026

Worthington Steel GmbH

und

Klöckner & Co SE

**Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrag**

INHALTSVERZEICHNIS

1.	LEITUNG UND WEISUNGEN	1
2.	GEWINNABFÜHRUNG	1
3.	VERLUSTÜBERNAHME	2
4.	AUSGLEICHSAHRLUNG.....	2
5.	ABFINDUNG	3
6.	WIRKSAMWERDEN.....	4
7.	LAUFZEIT, KÜNDIGUNG	4
8.	SCHLUSSBESTIMMUNGEN	5

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen der

Worthington Steel GmbH,

eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht, eingetragen ins Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 801625, mit Sitz in Stuttgart, mit eingetragener Geschäftsanschrift in c/o Sitem Group, Graf-Zeppelin-Straße 29, 72202 Nagold, Deutschland

- "WS" -

und der

Klöckner & Co SE,

eine *Societas Europaea (SE)* nach deutschem Recht, eingetragen ins Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 109982, mit Sitz in Düsseldorf, mit eingetragener Geschäftsanschrift in Peter-Müller-Str. 24, 40468 Düsseldorf, Deutschland

- "KCO" -

- WS und KCO nachfolgend einzeln auch "**Partei**"
und zusammen auch "**Parteien**" genannt -

1. LEITUNG UND WEISUNGEN

- 1.1 KCO unterstellt WS die Leitung ihrer Gesellschaft ab dem Zeitpunkt, in dem dieser Vertrag gemäß Ziffer 6.2 dieses Vertrags wirksam wird. Dementsprechend ist WS berechtigt, – soweit gesetzlich zulässig – dem Vorstand von KCO hinsichtlich deren Leitung sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.
- 1.2 Der Vorstand von KCO ist gegenüber WS verpflichtet, die Weisungen von WS nach Ziffer 1.1 dieses Vertrags in Übereinstimmung mit § 308 Aktiengesetz ("**AktG**") zu befolgen.
- 1.3 WS ist nicht berechtigt, dem Vorstand von KCO Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags zu erteilen.
- 1.4 Weisungen bedürfen der Textform (§ 126b Bürgerliches Gesetzbuch – "**BGB**") oder sind, falls die Weisungen mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen.

2. GEWINNABFÜHRUNG

- 2.1 KCO verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an WS abzuführen. Vorbehaltlich der Bildung oder Auflösung von Rücklagen gemäß Ziffer 2.2 und Ziffer 2.3 dieses Vertrags ist der nach den Vorschriften des § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung (ggfs. entsprechend) zulässige Höchstbetrag an WS abzuführen.
- 2.2 KCO kann mit in Textform (§ 126b BGB) erteilter Zustimmung von WS Teile ihres Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und aufgrund vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich gerechtfertigt ist.
- 2.3 Vorbehaltlich der Bestimmungen des § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung (ggfs. entsprechend) hat KCO auf in Textform (§ 126b BGB) erteilte Anforderung von WS andere Gewinnrücklagen nach § 272 Abs. 3 HGB, die während der Laufzeit dieses Vertrags gebildet wurden, aufzulösen und den Erlös zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags zu verwenden, der ohne die Verpflichtung zur Verlustübernahme nach Ziffer 3 dieses Vertrags entstünde, oder als Gewinn abzuführen, wenn und soweit § 302 AktG in seiner jeweils geltenden Fassung dem nicht

entgegensteht. Kapitalrücklagen, vorvertragliche Gewinnrücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Wirksamkeit dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn an WS abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.

- 2.4 Die Verpflichtung nach Ziffer 2.1 Satz 1 dieses Vertrags wird mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres von KCO fällig.

3. VERLUSTÜBERNAHME

- 3.1 Für die Verlustübernahme gelten die Vorschriften des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung (ggfs. entsprechend).
- 3.2 Die Verpflichtung zur Verlustübernahme wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres von KCO fällig. Im Falle der Zahlungsunfähigkeit, drohenden Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung nach den §§ 17-19 der Insolvenzordnung in ihrer jeweils gültigen Fassung kann KCO eine Vorabübernahme von Verlusten verlangen. Ansprüche auf Vorabübernahme von Verlusten aus anderen Rechtsgründen bleiben unberührt. Die Vorabübernahme von Verlusten ist auf den später festgestellten Betrag des Verlusts anzurechnen und ein den Verlust übersteigender Betrag ist mit Fälligkeit zum Ende des Geschäftsjahres von KCO auszugleichen. Anstelle eines Ausgleichs können die Parteien einvernehmlich festlegen, dass der auszugleichende Betrag von WS an KCO ab dem Ende des Geschäftsjahres von KCO als verzinsliches Darlehen gewährt wird.

4. AUSGLEICHSAHMLUNG

- 4.1 WS verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären von KCO ab dem Geschäftsjahr von KCO, für das erstmals der Anspruch von WS auf Gewinnabführung nach Ziffer 2 dieses Vertrags besteht, für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung ("**Ausgleichszahlung**") zu zahlen.
- 4.2 Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr von KCO für jede auf den Namen lautende Stückaktie (*nennwertlose Namensaktie*) von KCO mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 2,50 (jeweils einzeln "**KCO-Aktie**" und zusammen "**KCO-Aktien**") einen Bruttobetrag von EUR 0,67 abzüglich des Betrags etwaiger Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf der Grundlage des anteiligen Bruttobetrags von EUR 0,04 je KCO-Aktie zu berechnen ist, der aus Gewinnen resultiert, die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags unterliegt der anteilige Bruttobetrag von EUR 0,04 je KCO-Aktie, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne von KCO bezieht, einem Abzug von 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. EUR 0,01. Zusammen mit dem verbleibenden anteiligen Bruttobetrag von EUR 0,62 je KCO-Aktie, der sich auf nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegende Gewinne bezieht, beträgt die Ausgleichszahlung nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags EUR 0,66 je KCO-Aktie für jedes volle Geschäftsjahr. Klarstellend wird vereinbart, dass etwaige Quellensteuern (wie z.B. Kapitalertragsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag) von der Ausgleichszahlung einbehalten werden, soweit dies gesetzlich vorgeschrieben ist. Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung von KCO für das jeweils vorangegangene Geschäftsjahr fällig, in jedem Fall jedoch innerhalb von acht Monaten nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres.
- 4.3 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das volle Geschäftsjahr von KCO gewährt, für das der Anspruch von WS auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 i.V.m. Ziffer 6.2 dieses Vertrags wirksam wird. Endet dieser Vertrag während eines Geschäftsjahres von KCO oder bildet KCO ein Rumpfgeschäftsjahr, während die Verpflichtung nach Ziffer 2 dieses Vertrags besteht, vermindert sich die Ausgleichszahlung zeitanteilig.

- 4.4 Im Falle einer Erhöhung des Grundkapitals von KCO aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien vermindert sich die Ausgleichszahlung je KCO-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Ausgleichszahlung unverändert bleibt. Wird das Grundkapital von KCO durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bei einer solchen Kapitalerhöhung gezeichneten Aktien. Der Beginn der jeweiligen Gewinnberechtigung der neuen Aktien gemäß dieser Ziffer 4 entspricht der von KCO bei Ausgabe der neuen Aktien festgelegten Gewinnberechtigung.
- 4.5 Wird ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz ("**SpruchG**") eingeleitet und das Gericht setzt rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung fest, können auch die bereits nach Maßgabe der Ziffer 5 dieses Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen. Ebenso werden alle anderen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich WS gegenüber einem außenstehenden Aktionär von KCO in einem gerichtlichen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens zur Zahlung einer höheren Ausgleichszahlung verpflichtet.

5. ABFINDUNG

- 5.1 WS verpflichtet sich, auf Verlangen jedes außenstehenden Aktionärs von KCO dessen KCO-Aktien gegen eine Barabfindung ("**Abfindung**") in Höhe von EUR 11,00 je KCO-Aktie zu erwerben.
- 5.2 Die Verpflichtung der WS zum Erwerb von KCO-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes von KCO 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 bekanntgemacht worden ist.
- 5.3 Wird das Grundkapital von KCO aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien vor Ablauf der in Ziffer 5.2 dieses Vertrags genannten Frist erhöht, vermindert sich die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Wird das Grundkapital von KCO vor Ablauf der in Ziffer 5 dieses Vertrags genannten Frist durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 5 dieses Vertrags auch für die von den außenstehenden Aktionären bei einer solchen Kapitalerhöhung gezeichneten Aktien.
- 5.4 Die Übertragung der KCO-Aktien gegen Abfindung erfolgt für die außenstehenden Aktionäre von KCO kostenfrei, soweit sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.
- 5.5 Wird ein Spruchverfahren nach dem SpruchG eingeleitet und das Gericht setzt rechtskräftig eine höhere Abfindung fest, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen. Ebenso werden alle anderen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn WS sich in einem gerichtlichen Vergleich gegenüber einem außenstehenden Aktionär von KCO zur Vermeidung oder Beilegung eines Spruchverfahrens zur Zahlung einer höheren Abfindung verpflichtet.
- 5.6 Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung einer Partei zu einem Zeitpunkt, in dem die nach Ziffer 5.2 dieses Vertrags bestimmte Frist zur Annahme der Abfindung nach Ziffer 5.1 dieses Vertrags bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär von KCO berechtigt, seine zum Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags von ihm gehaltenen KCO-Aktien gegen Zahlung der in Ziffer 5.1 dieses Vertrags bestimmten Abfindung je KCO-Aktie an WS zu veräußern und WS ist verpflichtet, die KCO-Aktien jedes außenstehenden Aktionärs von KCO auf dessen Verlangen zu erwerben. Wird die in Ziffer 5.1 dieses Vertrags bestimmte Abfindung je KCO-Aktie durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren

oder durch einen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht, wird WS die KCO-Aktien der außenstehenden Aktionäre von KCO unter den in Satz 1 genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des im Spruchverfahren oder dem Vergleich je KCO-Aktie festgesetzten Betrags erwerben. Dieses Veräußerungsrecht ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister von KCO nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Die Ziffern 5.3. und 5.4 dieses Vertrags gelten entsprechend.

6. WIRKSAMWERDEN

- 6.1 Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung von KCO sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung von WS mit einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bzw. Stammkapitals.
- 6.2 Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes von KCO eingetragen worden ist, frühestens jedoch zu Beginn des am 1. Januar 2027 beginnenden Geschäftsjahres. Ein Anspruch auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 oder Verlustübernahme nach Ziffer 3.1 dieses Vertrags besteht rückwirkend für die Zeit ab Beginn des Geschäftsjahres seiner Wirksamkeit nach Ziffer 6.2 Satz 1 dieses Vertrags.

7. LAUFZEIT, KÜNDIGUNG

- 7.1 Der Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen.
- 7.2 Jede Partei kann diesen Vertrag mit einer Frist von drei Monaten zum Ende des Geschäftsjahres von KCO kündigen. Der Vertrag kann erstmals zum Ende des Geschäftsjahrs gekündigt werden, das mindestens fünf Zeitjahre (60 Monate) nach dem Beginn des Geschäftsjahrs von KCO endet, (i) von dessen Beginn an die finanzielle Eingliederung im Sinne des § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Körperschaftsteuergesetz ("**KStG**") erstmals vorliegt, und (ii) in dem der Anspruch auf Gewinnabführung nach Ziffer 2.1 oder Verlustübernahme nach Ziffer 3.1 i.V.m. Ziffer 6.2 dieses Vertrags erstmals besteht.
- 7.3 Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Ein wichtiger Grund liegt insbesondere vor, wenn WS infolge einer Veräußerung oder Einbringung nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte an KCO zusteht, KCO in eine Personengesellschaft formgewechselt wird oder WS oder KCO als übertragender Rechtsträger im Wege der Verschmelzung oder Spaltung umgewandelt wird oder WS oder KCO liquidiert wird.
- 7.4 Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tages, an dem die Kündigung zugeht.
- 7.5 Die Kündigung bedarf der Schriftform (§ 126 BGB).
- 7.6 Im Falle einer Beendigung dieses Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahres von KCO ist KCO zur Abführung ihres Gewinns gemäß Ziffer 2 dieses Vertrages bzw. WS zum Ausgleich etwaiger Verluste von KCO gemäß Ziffer 3 dieses Vertrags bis zum Zeitpunkt der Beendigung des Vertrags verpflichtet. Zur Feststellung des Betrags der Gewinnabführung bzw. des Verlustausgleichs bei Beendigung dieses Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahres wird KCO unverzüglich eine Stichtagsbilanz aufstellen.
- 7.7 Wenn dieser Vertrag endet, hat WS den Gläubigern von KCO nach Maßgabe von § 303 AktG Sicherheit zu leisten.

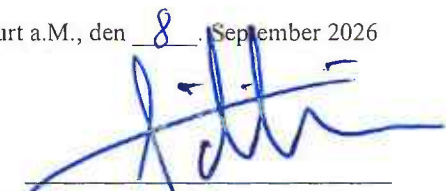
8. SCHLUSSBESTIMMUNGEN

- 8.1 Sollten einzelne Bestimmungen dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte dieser Vertrag eine Regelungslücke enthalten, lässt dies (unwiderlegbar und ohne, dass eine Partei die Absicht der Parteien hierüber darlegen oder beweisen müsste) die Wirksamkeit und Durchführbarkeit der übrigen Bestimmungen unberührt. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Regelungslücke gilt eine angemessene, wirksame und durchführbare Regelung als vereinbart, die dem am nächsten kommt, was die Parteien gewollt haben oder unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck dieses Vertrags gewollt hätten unter Beachtung der Voraussetzungen einer Organshaft i.S. der § 14 KStG und § 2 Abs. 2 Satz 2 Gewerbesteuergesetz ("**GewStG**"), sofern sie den Punkt von vornherein bedacht hätten.
- 8.2 Die Bestimmungen dieses Vertrags sind so auszulegen, dass sie den Anforderungen an die Anerkennung einer Organshaft i.S. der § 14 KStG und § 2 Abs. 2 Satz 2 GewStG entsprechen.
- 8.3 Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäften oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.
- 8.4 Änderungen oder Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen der Schriftform (§ 126 BGB), sofern nicht notarielle Beurkundung vorgeschrieben ist. Dies gilt auch für dieses Schriftformerfordernis. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
- 8.5 Dieser Vertrag unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.
- 8.6 Soweit rechtlich zulässig, ist Düsseldorf Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.

[Unterschriftenseiten folgen]

Worthington Steel GmbH

Frankfurt a.M., den 8. September 2026



Adi Bikic
Geschäftsführer



Roman Dominik Brück
Geschäftsführer

Klöckner & Co SE

Düsseldorf, den 8. September 2026

A handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized 'G' followed by 'Kerkhoff'.

Guido Kerkhoff

Vorsitzender des Vorstands (CEO)

A handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized 'O' followed by 'Falk'.

Dr. Oliver Falk

Mitglied des Vorstands (CFO)

ANLAGE 4

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Juli 2026

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, 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 in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

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

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 Vereinbarung in Textform.

(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 Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form 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 in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform 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 in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

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

7. Mängelbeseitigung

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

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche 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 der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) 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.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall 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.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten 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.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 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 in gesetzlicher Schriftform erteilter 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.

(4) Etwaige Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche des Auftraggebers in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers können erst nach Beendigung des jeweiligen Auftragsverhältnisses und nur innerhalb eines Jahres ab diesem Zeitpunkt geltend gemacht werden.

(5) Der Wirtschaftsprüfer ist dem Auftraggeber nicht zur Auskunft, Einsicht und Herausgabe in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers verpflichtet, soweit Geschäftsgeheimnisse oder Verschwiegenheitspflichten des Wirtschaftsprüfers entgegenstehen.

(6) Der mit der Erfüllung etwaiger Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche beim Wirtschaftsprüfer entstehende Aufwand ist vom Auftraggeber zu vergüten.

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 wesentliche 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 Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- 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 Vereinbarungen in Textform 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 und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- 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.