Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

VTG Aktiengesellschaft, Hamburg

auf die

Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main

Frankfurt am Main, 20. Juli 2021

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

VTG Aktiengesellschaft, Hamburg

auf die

Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main

Frankfurt am Main, 20. Juli 2021

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS III

Anlagen VI

I. Auftragsgegenstand und Durchführung 1

II. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung 6

III. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung 8

a. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. § 293e AktG 8

i. Bewertungsgrundsätze 8

Zukunftserfolgswert 9

Liquidationswert 10

Substanzwert 10

Vergleichende Marktbewertung 10

Börsenkurse 11

Vorerwerbspreise 12

b. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen 14

i. Bewertungsobjekt 14

1. Rechtliche Grundlagen 14

2. Wirtschaftliche Grundlagen 17

3. Steuerliche Grundlagen 20

4. Markt- / Wettbewerbsumfeld 20

5. Ertragslage 50

6. Vermögenslage 55

ii. Bewertungsstichtag 58

iii. Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse 58

1. Unternehmensplanung 58

2. Vergangenheitsanalyse 62

3. Planungsgüte 65

4. SWOT-Analyse 67

5. Analyse der Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 68

6. Ergebnis der Planungsanalyse 81

7. Fortführungsphase (2026ff.) 82

8. Ausschüttungsannahme 85

9. Ertragsteuern der Anteilseigner 86

10. Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse 87

iv. Kapitalisierungszinssatz 88

1. Basiszins 88

2. Risikozuschlag 90

3. Wachstumsabschlag 104

4. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz 107

v. Ertragswert der VTG AG 107
vi. Auf Minderheitsgesellschafter entfallender Anteil am Ertragswert 108
vii. Sonderwerte 108
viii. Unternehmenswert und Wert je Aktie 110
ix. Liquidationswert 110
x. Vergleichende Marktbewertung 110
c. Börsenkurs 113
d. Ableitung der Barabfindung 115
e. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung 116
IV. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung 117

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AAE	Ahaus-Astätter Eisenbahn Holding AG
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AngVO	Angebotsverordnung
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BDO	BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Capital Expenditure
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted-Cash-Flow
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
e.V.	eEingetragener Verein
EAT	Earnings after Taxes (Ergebnis nach Steuern)
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before Taxes (Gewinn vor Steuern)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	Fortfolgende
Gesellschaft	VTG Aktiengesellschaft, Hamburg
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
HGB	Handelsgesetzbuch

HRB	Handelsregister, Abteilung B
i.V.m.	in Verbindung mit
IBC	International Bulk Container
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW PH	IDW Praxishinweis
IDW S1	IDW Standard
IFRS	International Financial Reporting Standards (Internationale Rechnungslegungsvorschriften)
IMF	International Monetary Fund
Inc.	incorporated
inkl.	inklusive
ISIN	Internationale Wertpapierkennnummer
Kap.	Kapitel
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
M&A	Mergers and Acquisitions
MDAX	Midcap-DAX
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSRS	Mode Shift Revenue System
p.a.	Pro Jahr
Plc	Public Limited Company
R^2	Bestimmtheitsmaß
rd.	rund
REIT	Real-Estate-Investment-Trust
ROCE	Return on Capital Employed
S&P	Standard & Poor's
S.	Satz; Seite
SDAX	Small-Cap-DAX
Stk.	Stück
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities & Threats
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
TEUR	Tausend Euro
Tz.	Textziffer
TV	Terminal Value
UK	United Kingdom
US	United States
USD	US-Dollar
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisor SE, München
vgl.	vergleiche
VPI	Verbraucherpreisindex
VTG AG	VTG AG, Hamburg
VWAP	Durchschnittlicher volumengewichteter Tagespreis

Warwick	Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main
WPg	Wirtschaftsprüfung
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

ANLAGEN

Besondere Auftragsbedingungen	Anlage 1 Seite II
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 2 Seite IV
Beschluss des Landgericht Hamburg vom 30. April 2020	Anlage 3 Seite VI

I. AUFTRAGSGEGENSTAND UND DURCHFÜHRUNG

1. Auf Verlangen der

   Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main

   – im Folgenden auch „Warwick" –,

   als Hauptaktionär der

   VTG Aktiengesellschaft, Hamburg

   – im Folgenden auch „VTG AG" oder „Gesellschaft" –,

   soll die außerordentliche Hauptversammlung der VTG AG am 22. September 2021 gemäß § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre") der VTG AG auf die Warwick als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

2. Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze-Out).

3. Nach § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

4. Mit Beschluss vom 30. April 2021 hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Hamburg gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG die BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (nachfolgend auch „BDO") zum sachverständigen Prüfer ausgewählt und bestellt.

5. Die Warwick hat daraufhin BDO mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

6. Der Unternehmenswert der VTG AG wurde im Auftrag der Warwick durch die ValueTrust Financial Advisors SE, München (nachfolgend auch „ValueTrust" oder „Bewertungsgutachter") ermittelt.

7. Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend von dieser gutachtlichen Unternehmensbewertung durch die Warwick festgelegt. Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswerts der VTG AG auf den Stichtag 22. September 2021 sowie die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im finalen Entwurf des Berichts der Warwick als Hauptaktionär der VTG AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG AG auf die Warwick sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 20. Juli 2021 (nachfolgend auch „Übertragungsbericht") wiedergegeben.

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

- Finaler Entwurf des Übertragungsberichts vom 20. Juli 2021 sowie vorangegangene Entwürfe
- Shareholder Agreement zwischen der Deodoro Holding B.V., Omers Freight Parent B.V., Warwick und der Joachim Herz Stiftung vom 11. März 2021
- Gesellschafterbeschluss der Warwick zur Festlegung der Barabfindung vom 15. Juli 2021
- Share Lending Agreement zwischen der Joachim Herz Stiftung und der Warwick vom 2. Juni 2021
- „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 22. September 2021“ von ValueTrust vom 20. Juli 2021 (nachfolgend auch „Bewertungsgutachten“ oder „Gutachtliche Stellungnahme“ genannt) sowie vorangegangene Entwürfe
- Beteiligungsübersicht der VTG AG zum 30. Juni 2021
- Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses der VTG AG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 von der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart
- Summen- und Saldenlisten der VTG AG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 nach IFRS
- Kommentierte Plan-Ist Abweichungsanalyse für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Monatliche Managementberichte der VTG AG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 sowie für das Geschäftsjahr 2021 für die Monate Januar bis Mai
- Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 der VTG AG, beschlossen vom Vorstand der VTG AG am 24. November 2020 („November-Planung“)
- Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 der VTG AG, beschlossen vom Vorstand der VTG AG am 1. Juli 2021
- Strategische Planungsfortschreibung der Planjahre 2024 und 2025 von der VTG AG (Stand: 1. Juli 2021)
- Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der VTG AG der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 sowie der Sitzungen bis 21. Juni 2021, eingesehen am 17. Juni 2021, am 5. Juli 2021 sowie am 7. Juli 2021
- Ausfertigung des Beschlusses des Aufsichtsrats der VTG AG vom 1. Juli 2021 zur Kenntnisnahme und Genehmigung der Planung für den Zeitraum 2021 bis 2023, eingesehen am 7. Juli 2021

- Übersicht der wesentlichen Unternehmen der inländischen ertragsteuerlichen Organschaft für die Körperschaft- und Gewerbesteuer
- Übersicht der wesentlichen Unternehmen der französischen ertragsteuerlichen Organschaft
- Steuerbescheide über die Körperschaftsteuerfestsetzung der AAE Railcar Sarl, CIT Holding SAS., VTG Finance SA, VTG Rail Assets GmbH, für den Veranlagungszeitraum 2019.
- Steuererklärungen über die Körperschaftsteuerfestsetzung der VTG AG, Eisenbahn Verkehrsmittel GmbH & Co. KG, Nacco SAS, VTG Benelux B.V., VTG Deutschland GmbH, VTG Rail Europe GmbH, VTG Rail UK Limited, VTG Tanktainer Assets GmbH, VTG Tanktainer GmbH, VTG Tanktainer Logistics GmbH, VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH für den Veranlagungszeitraum 2019
- Entwicklung der effektiven Steuerquote der VTG AG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Gutachten zur Bewertung der Waggonflotte der VTG Rail Europe für die Jahre 2018 bis 2020 von der Railistics GmbH (vom 31. März 2021, 28. Februar 2020 sowie vom 31. Dezember 2018)
- Gutachten zur Bewertung der Waggonflotte der VTG Rail Inc für die Jahre 2018 bis 2020 von Railroad Appraisal Associates (vom 11. Januar 2021, 17. Januar 2020 sowie vom 18. Januar 2018)
- Gutachten zur Bewertung der Waggonflotte der VTG Rail Russia für die Jahre 2018 bis 2020 von „AAR“ LLC (vom 16. Februar 2021, 13. Februar 2020 sowie vom 4. Februar 2019)
- Gutachten zur Bewertung der Tankcontainer für das Jahr 2019 von Railistics GmbH (vom 6.April 2020 sowie vom 31. Dezember 2018)
- Satzung der VTG AG vom 25. August 2020
- Auflistung der vorhandenen Darlehensverträge mit Stand vom 1. Juli 2021
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters
- Strategiepapier der VTG AG „Strategic landscape and VTG’s position within“
- Marktstudie „Freight Wagon Leasing in Europe – a market overview two-pager” der SCI Verkehr GmbH, Hamburg (Stand 21. August 2020)
- Marktstudie „Freight Wagon Leasing in Europe – a market overview” der SCI Verkehr GmbH, Hamburg (Stand 24. August 2020)
- Marktstudie „Freight Wagons – global market trends” der SCI Verkehr GmbH, Berlin (Stand 15. Juni 2020)

- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten

9. Als Auskunftspersonen standen uns der Vorstand der VTG AG und von diesem benannte Mitarbeiter der VTG AG sowie Ansprechpartner des Bewertungsgutachters zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

10. Der Vorstand der VTG AG hat uns gegenüber mit Datum vom 20. Juli 2021 eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit der Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig nach bestem Wissen der Mitglieder des Vorstands erteilt wurden. Die Warwick hat uns gegenüber unter dem Datum vom 20. Juli 2021 erklärt, dass sie uns alle für den Squeeze-Out der VTG AG bewertungsrelevanten Informationen der Warwick vollständig zur Verfügung gestellt hat.

11. Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, berücksichtigt.

12. Wir haben unsere Prüfung vom 5. Mai 2021 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts in unserem Büro in Frankfurt am Main 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.

13. Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 20. Juli 2021 und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG am 22. September 2021 wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der VTG AG ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

14. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführungen der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte der VTG AG zu den Stichtagen 2018 bis 2020 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften sind von den Abschlussprüfern uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Lageberichte und Konzernlageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

15. Der Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wird ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld und während der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der VTG AG sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem

aktienrechtlichen Squeeze-Out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als den oben genannten Zweck bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung darf er nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

16. Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 2 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 sowie unsere unter der Anlage 1 beigefügten Besonderen Auftragsbedingungen maßgebend. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Übertragung beteiligten Gesellschaften und ihren Anteilsinhabern gelten die §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

17. Wir weisen darauf hin, dass die in diesem Bericht ausgewiesenen Berechnungen grundsätzlich gerundet ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgen, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

II. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

18. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der von dem Hauptaktionär festgelegten Barabfindung.

19. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der Warwick festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der VTG AG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

20. Der gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat nach §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist.

21. Im Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

    - nach welchen Methoden die Abfindung ermittelt worden ist;
    - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
    - 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 vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

22. Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der Bewertung der VTG AG durch ValueTrust, die die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung darstellt, beurteilen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den sachverständigen Prüfer ist dazu nicht durchzuführen.

23. Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und 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. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

24. Gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden („Übertragungsbericht“).

25. Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswerts der VTG AG und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

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

27. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und ValueTrust erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Als Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung haben wir entsprechend des IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ mit Stand vom 2. Januar 2017 (IDW PH 2/2017) auf die rechnerische und formelle Plausibilität, die materielle interne Plausibilität (d.h. insbesondere die Nachvollziehbarkeit gegebener Erläuterungen und Planungsprämissen, Konsistenz mit Ist- Entwicklung und Unternehmenspotenzial) sowie die materielle externe Plausibilität (d.h. insbesondere Konsistenz zu Marktanalysen und Wettbewerb) abgestellt.

28. Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

III. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

a. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. § 293e AktG

i. Bewertungsgrundsätze

29. Als Grundlage für die Bestimmung der Barabfindung werden die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verwendet. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

30. Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung des Unternehmens vor.

31. In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden. Nach herrschender Auffassung kann eine objektivierte Unternehmensbewertung als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung dienen. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

32. Die bei der Unternehmensbewertung von Wirtschaftsprüfern in Deutschland anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, festgelegt.

33. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Nach IDW S1 wird der Wert des Unternehmens regelmäßig aus der Ertragskraft, d.h. der Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

34. Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgt entsprechend der ständigen Rechtsprechung auf „Stand-alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus dem Bewertungsanlass entstehen, sind nicht zu berücksichtigen (sog. echte Synergien). Sogenannte unechte Synergieeffekte sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen realisieren lassen. Die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten sind insoweit abzubilden, als die Synergien stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

35. Der Bewertungsgutachter hat den Objektivierten Unternehmenswert der VTG AG gemäß IDW S 1 als neutraler Gutachter ermittelt. Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter angabegemäß die

„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen erstattet der Bewertungsgutachter eine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen.

Zukunftserfolgswert

36. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich grundsätzlich auf Basis der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cash-Flow-Verfahren ermittelt werden.

37. Der Bewertungsgutachter hat Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden anhand des Ertragswertverfahren ermittelt.

38. Das 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. Bei den alternativ im IDW S1 dargestellten Discounted-Cash-Flow-Verfahren 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 zu gleichen Unternehmenswerten.

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

40. In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögenswerte, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

41. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der VTG AG kamen neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens Sonderwerte zum Ansatz.

Liquidationswert

42. Der Liquidationswert bestimmt sich durch die sich im Rahmen einer Liquidation des Bewertungsobjekts ergebenden finanziellen Überschüsse. Der Liquidationswert kommt gemäß IDW S1 als Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung in Betracht, wenn er den Zukunftserfolgswert übersteigen würde.

43. Der Bewertungsgutachter hat aufgrund des positiven Marktwert- / Buchwertverhältnisses keinen Liquidationswert der VTG AG ermittelt. Zudem liegt die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital (Return on Capital Employed oder „ROCE“) im Planungszeitraum und in der ewigen Rente stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten und den gewichteten Gesamtkapitalkosten, so dass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.[1]

44. Wir haben die Argumentation des Bewertungsgutachters nachvollzogen und eigenständige Analysen dazu durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt III. b. ix.[2] dieses Berichts.

Substanzwert

45. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Da diesem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

46. Es ist daher angemessen, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

Vergleichende Marktbewertung

47. In der Bewertungspraxis werden neben den vorstehend beschriebenen Zukunftserfolgswertverfahren verbreitet sogenannte Multiplikator-Methoden angewendet. Hierbei wird ein geeigneter „Vervielfältiger“ aus Marktpreisen von zum Bewertungsobjekt vergleichbaren börsennotierten Gesellschaften oder Transaktionen ermittelt und auf das Bewertungsobjekt übertragen.

48. Die Multiplikator-Methoden dienen der vereinfachten Preisfindung, indem sie anhand marktbasierter Kennzahlen anderer, vergleichbarer Unternehmen einen Marktpreis für das Bewertungsobjekt schätzen. Der so ermittelte Wert bzw. die ermittelte Wertbandbreite stellt keinen objektivierten Unternehmenswert dar, kann jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren bieten.[3]

---

1 Vgl. Gutachtliche Stellungnahme, ValueTrust, S. 93.
2 Vgl. Tz. 529 ff.
3 Vgl. IDW S1, Tz. 143 sowie 167.

49. Der Bewertungsgutachter hat den anhand des Ertragswertverfahrens abgeleiteten Unternehmenswert der VTG AG mit Hilfe einer vergleichenden Marktbewertung auf Basis von Multiplikatoren plausibilisiert.

50. Wir haben die vergleichsorientierte Bewertung des Bewertungsgutachters nachvollzogen und eigenständige Analysen dazu durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt III. b. x.[4] dieses Berichts.

Börsenkurse

51. Liegen für Unternehmensanteile Börsenkurse vor, sind diese nach IDW S1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder Discounted-Cash-Flow-Verfahren ermittelten Unternehmenswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.[5]

52. Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung des BVerfG[6] und des BGH[7] darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses ist dies nicht der Fall.

53. Die Aktien der VTG AG waren seit dem 28. Juni 2007 am Regulierten Markt im Prime Standard börsennotiert. Der Vorstand und der Aufsichtsrat der VTG AG hat am 24. Februar 2019 beschlossen, einen Delisting-Antrag auf Widerruf der Zulassung sämtlicher Aktien zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im Teilbereich des Regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zu stellen. Die Warwick hat das Delisting-Erwerbsangebot am 11. März 2019 veröffentlicht und der Handel der Aktien wurde damit mit Ablauf des 8. April 2019 am regulierten Markt eingestellt. Infolge des Delisting wurde der Handel auch im Freiverkehr der Börse in Berlin, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart eingestellt. Die Aktien der Gesellschaft können bis heute, ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Gesellschaft, im Freiverkehr der Börse Hamburg unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE000VTG9999 gehandelt werden.

54. Die Relevanz einer Freiverkehrsnotierung als Börsenkurs für die Bemessung der Abfindung wurde in der jüngeren Rechtsprechung bestätigt.[8] Insofern gelten für die Freiverkehrsnotierung die Anforderungen an den Börsenkurs wie für den regulierten Markt.

---

4 Vgl. Tz. 531 ff.

5 Vgl. IDW S1, Tz. 15.

6 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April1999, 1 BvR 1613/94.

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

8 Vgl. LG Hamburg, 3. Kammer für Handelssachen, Beschluss vom 17. Februar 2020, AktZ. 403 HKO 144/18; OLG Stuttgart, 20. Zivilsenat, Beschluss vom 26. Juni 2019, AktZ. 20 W 27/18, S. 17.

55. Der Bewertungsgutachter hat eine Analyse des Dreimonatsdurchschnittskurses der Aktien der Gesellschaft unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg vorgenommen.

56. Im Hinblick auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindung verweisen wir auf Abschnitt III. c.[9] dieses Berichts.

Vorerwerbspreise

57. Die Preise, die der Hauptaktionär vor der Durchführung des Squeeze-Outs für den Erwerb seiner Anteile bezahlt hat, werden als Vorerwerbspreise bezeichnet.

58. Am 24. Februar 2019 veröffentlichte die Warwick ihre Entscheidung zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebotes. Der Angebotspreis betrug EUR 53,00. Zum Ablauf der Annahmefrist am 8. April 2019 ist das Delisting Erwerbsangebot für insgesamt 2.728.839 Aktien der VTG AG angenommen worden. Dies entsprach einem Anteil von rund 9,49 % des damaligen Grundkapitals der VTG AG. Nach Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots hielt die Warwick 80,66 % des damaligen Grundkapitals der VTG AG.

59. Die Warwick hat außerhalb des Angebots und des Delisting-Erwerbsangebots im Mai 2019 insgesamt weitere 162.087 Aktien der VTG AG gegen Barzahlung von EUR 52,90 je Aktie erworben. Im Zuge einer Bezugsrechts-Kapitalerhöhung wurden im Mai 2019 weitere 4.512.937 Aktien der VTG AG erworben.

60. Am 2. Juni 2021 erfolgte der Abschluss eines Wertpapierleihvertrags zwischen der Joachim Herz Stiftung und der Warwick. Der Vertrag begründet die gegenleistungsfreie Wertpapierleihe der von der Joachim Herz Stiftung gehaltenen Aktien an der VTG AG in Höhe von 15,00 % des Grundkapitals der VTG AG.

61. Vorerwerbspreise sind nach einhelliger Rechtsprechung für die Beurteilung der angemessenen Barabfindung nicht maßgeblich.[10] Ungeachtet dessen stellen wir fest, dass die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung die geleisteten Vorerwerbspreise übersteigt.

Angemessenheit der Bewertungsmethode

62. Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden – namentlich das Ertragswertverfahren unter Einbezug von Sonderwerten – gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) gefunden. Sie werden uneingeschränkt auch von der Rechtsprechung anerkannt.

---

9 Vgl. Tz. 548 ff.

10 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011, Aktz. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 21. Juni 2013, Aktz. 5 HK O 19183/09; Gayk, BewertungsPraktiker 4/2013.

63. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist im vorliegenden Fall die vom Bewertungsgutachter gewählte Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts der VTG AG und der Barabfindung, nämlich die Anwendung des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) als eine Ausprägung der Zukunftserfolgswertverfahren unter Einbezug von Sonderwerten, angemessen.

64. Der Bewertungsgutachter hat darüber hinaus das DCF-Verfahren in der Ausprägung des Cashflow-to-Equity-Ansatzes (ohne Berücksichtigung persönlicher Steuern) angewendet. Nachdem der vom Bewertungsgutachter ermittelte Wert je Aktie nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (ohne Berücksichtigung persönlicher Steuern) niedriger ist als die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung, war von uns nicht zu beurteilen, ob auf Basis dieser Vorgehensweise eine angemessene Barabfindung bestimmt werden könnte.

65. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.

b. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

i. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

66. Die VTG AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 98591 eingetragen.

67. Der Vorstand der Gesellschaft wird durch Oksana Janssen, Mark Stevenson und Sven Wellbrock gebildet.

68. Das Geschäftsjahr der VTG AG entspricht dem Kalenderjahr.

69. Das Grundkapital der VTG AG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist in 34.233.591 auf den Inhaber lautende nennwertlosen Stückaktien, jeweils mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie, eingeteilt.

Grundkapital - VTG AG	EUR	%
Warwick	33.005.013	96,4%
Andere Aktionäre	1.228.578	3,6%

Quelle: Management Informationen

Tabelle 1: Grundkapital der VTG AG

70. Nach Vollzug des Wertpapierleihvertrags zwischen der Joachim Herz Stiftung und der Warwick hält die Warwick 96,41 % des Grundkapitals der VTG AG.

71. Die Aktien der VTG AG wurden vom 28. Juni 2007 bis zum 8. April 2019 an der Frankfurter Börse unter der Wertpapierkennnummer VTG999 gehandelt.

72. Der Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung vom 25. August 2020

a) Die Leitung einer Gruppe von Unternehmen, die im Bereich der Vermietung von Transportmitteln, insbesondere von Eisenbahngüterwaggons und Tankcontainern, und der Vornahme von Schienenlogistik-, Tankcontainer- und Speditionsgeschäften sowie aller Geschäfte, die mit der Betätigung auf den vorgenannten Gebieten zusammenhängen, tätig sind; die Leitung der Gruppe umfasst auch die Erbringung von Dienstleistungen an Gesellschaften der Gruppe.

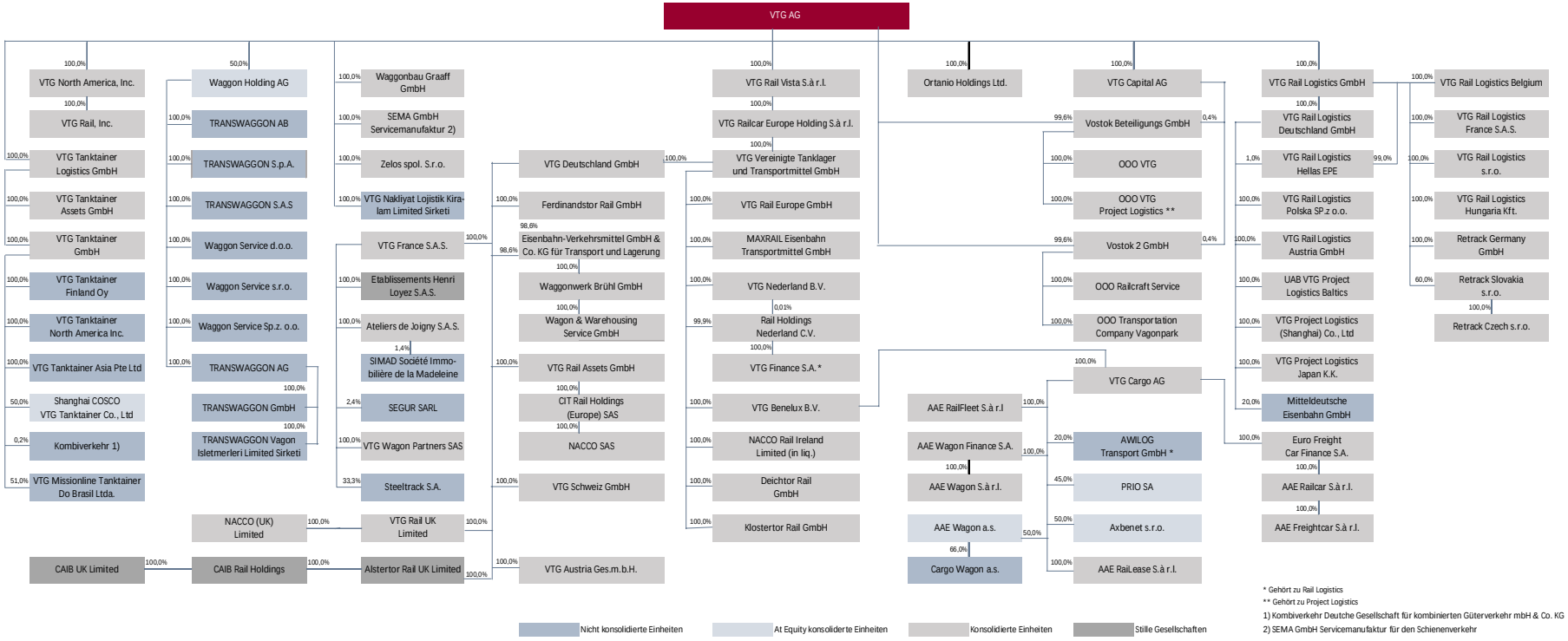
b) Die Gesellschaft kann auf den vorgenannten Gebieten auch selbst tätig werden. Sie kann Geschäfte jeder Art tätigen, die dem Gegenstand des Unternehmens unmittelbar oder mittelbar dienen. Sie kann zu diesem Zweck insbesondere Unternehmen gleicher oder ähnlicher Art im In- und Ausland gründen, erwerben, pachten, sich an solchen Unternehmen beteiligen und diese veräußern, wobei Finanzdienstleistungen im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 2 des Gesetzes über das Kreditwesen ausgeschlossen sind. Sie kann

Unternehmen, an denen sie mehrheitlich beteiligt ist, unter ihrer Leitung zusammenfassen oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken. Sie kann ihren Betrieb ganz oder teilweise in verbundene Unternehmen ausgliedern.

c) Die Gesellschaft ist zur Errichtung von Zweigniederlassungen oder Geschäftsstellen im In- und Ausland berechtigt.

73. Bewertungsobjekt ist die VTG AG einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsgesellschaften (im Folgenden auch zusammen als „VTG AG“ oder „Bewertungsobjekt“ bezeichnet).

74. Nachstehendes Schaubild verdeutlicht die Beteiligungsstruktur zum 30. Juni 2021:



Quelle: Management Information

Abbildung 1: Beteiligungsstruktur der VTG AG

75. Über Tochter- und Beteiligungsgesellschaften ist die VTG AG vorrangig in Europa, Nordamerika, Russland und Asien präsent. Neben der VTG AG gehören 83 Gesellschaften zum VTG-Konzern. Zum 31. Dezember 2020 zählte der Konzern neben der VTG AG 73 vollkonsolidierte Gesellschaften. Davon befanden sich 22 im Inland und 51 im Ausland. Darüber hinaus wurden fünf ausländische Gesellschaften nach der Equity-Methode konsolidiert. Fünf weitere Gesellschaften werden aus Wesentlichkeitsgründen nicht konsolidiert.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

76. Die VTG AG ist ein weltweit agierendes Waggonvermietungs- und Schienenlogistikunternehmen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf der Vermietung von Eisenbahngüterwaggons und Tankcontainern. Zudem bietet der Konzern multimodale Logistikdienstleistungen und integrierte Digitallösungen an. Zur Flotte des Unternehmens zählen zum 31. Dezember 2020 rund 94 Tsd. Eisenbahngüterwaggons darunter schwerpunktmäßig Kesselwaggons, Intermodalwaggons, Standardgüterwaggons und Schiebewandwaggons sowie rund 9 Tsd. Tankcontainer.

77. Per 31. Dezember 2020 beschäftigte der VTG-Konzern weltweit 2.077 Mitarbeiter (Vorjahr 1.725), davon rund 1.300 Mitarbeiter in Deutschland (Vorjahr rund 1.200).

78. Neben den zentralen Steuerungsgrößen Umsatz und EBITDA nutzt der Vorstand unterstützende betriebswirtschaftliche Kennzahlen. Hierzu gehören auf Konzernebene das Ergebnis vor Finanzergebnis und Steuern (EBIT), das Ergebnis vor Steuern vom Einkommen und vom Ertrag (EBT), der Verschuldungsgrad[11] und die Kapitalrentabilität (ROCE)[12]. Auf Geschäftsfeldebene werden zudem die EBITDA-Marge sowie in der Waggonvermietung die Auslastung der Flotte sowie der Mietpreis zur Steuerung genutzt.

79. Auf Basis dieser Steuerungskennzahlen stellt sich die Entwicklung der VTG AG in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 folgt dar:

Steuerungskennzahlen - Konzern	IST		
VTG AG	2018	2019	2020
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	1.072,6	1.220,7	1.218,3
EBITDA [EUR Mio.]	349,3	512,4	492,0
EBIT [EUR Mio.]	149,4	230,9	170,1
EBT [EUR Mio.]	64,9	146,6	39,6
Verschuldungsgrad	6,5	6,2	6,8
Kapitalrentabilität (ROCE) [%]	4,9	6,1	4,1

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 2: Steuerungskennzahlen Konzern

80. Das Geschäftsjahr 2019 verzeichnete insbesondere aufgrund des Erwerbs von 100 % der Anteile an der CIT Rail Holdings (Europe) SAS, Paris, Frankreich zum 4. Oktober 2018 („Nacco Übernahme“)

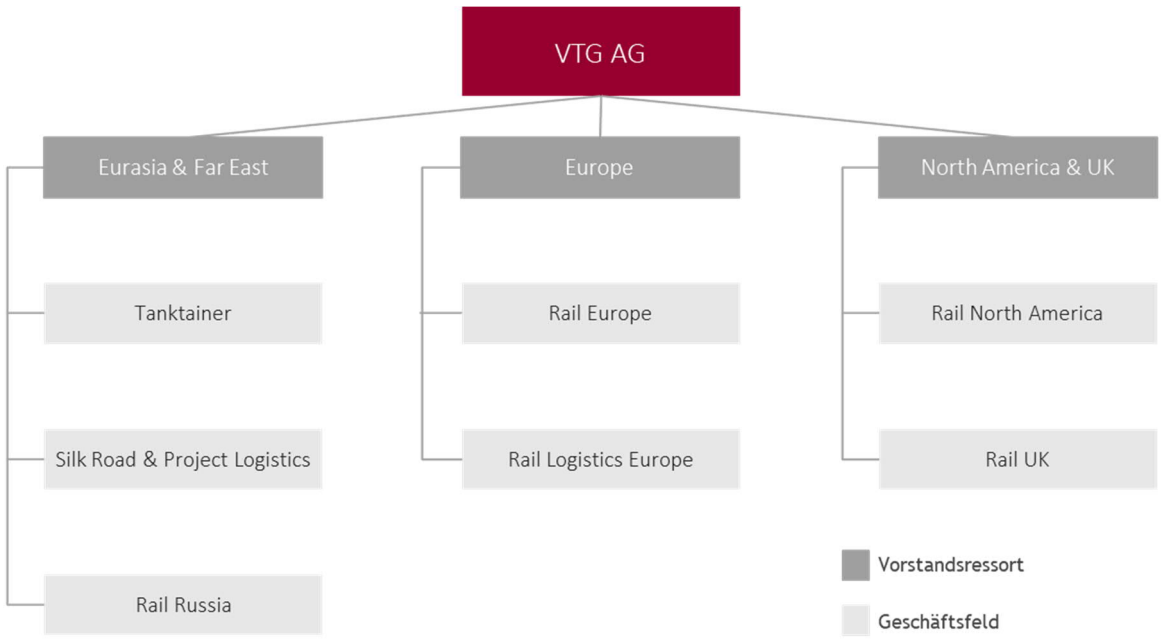
[11] Verschuldungsgrad = EBITDA / Nettoverbindlichkeiten

[12] ROCE = EBIT / (Mittelwert eingesetztes Vermögen Jahresanfang und Jahresende)

einen Anstieg der Umsatzerlöse von 13,8 %. Durch die Nacco Übernahme wurde die Waggonflotte der VTG AG um ca. 11.000 auf 94.000 Waggons erweitert. Das EBITDA verbesserte sich um 46,7 % und damit überproportional zu den Umsatzerlösen. Wesentlicher Ergebnistreiber war die Übernahme der Nacco-Gruppe. Das Vorjahr war hingegen durch Integrations- und Transaktionskosten in Zusammenhang mit der Nacco Übernahme belastet. Zudem hat die erstmalige Anwendung des internationalen Rechnungslegungsstandards zur Bilanzierung von Leasingverhältnissen (IFRS 16), wonach Verpflichtungen aus operativen Leasingverträgen durch den Leasingnehmer zu bilanzieren sind, zusätzlich zu einem positiven EBITDA-Effekt geführt. Die Kapitalrentabilität (ROCE) verbesserte sich von 4,9 % auf 6,1 %.[13]

81. Das Geschäftsjahr 2020 war maßgeblich durch die Covid-19 Pandemie beeinflusst. Dennoch konnten die Umsatzerlöse nahezu auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. Die geringere Gesamtauslastung der Waggonflotte konnte aufgrund der im Vorjahr getätigten Erweiterungsinvestitionen ausgeglichen werden. Die Kapitalrentabilität (ROCE) verschlechterte sich von 6,1 % auf 4,1 %. [14]

82. Die VTG AG gliedert sich anhand einer regionalen Zuordnung in sieben Geschäftsfelder, die den drei Vorstandsressorts zugeteilt sind:



Quelle: Prüfungsbericht Konzernabschluss 31. Dezember 2020, Managementinformation

Abbildung 2: Vorstandsressorts und Geschäftsfelder der VTG AG

[13] Vgl. Kapitel b.i.5. Tz. 173.
[14] Vgl. Kapitel b.i.5. Tz. 173.

83. Vor dem Geschäftsjahr 2020 erfolgte die Berichterstattung nach den Geschäftsbereichen Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tanktainer.[15] Seit dem Geschäftsjahr 2020 wird entsprechend der benannten Vorstandsressorts und Geschäftsfelder berichtet.

84. Im Vorstandsressort Europe ist mit der europäischen Waggonvermietung des Geschäftsfelds Rail Europe das Kerngeschäft der VTG AG angesiedelt. Im Geschäftsjahr 2020 machte dieses Geschäftsfeld 48,7 % der Umsatzerlöse der VTG AG aus. Die Waggonflotte besteht aus einer Vielfalt an Waggontypen für nahezu alle Einsatzmöglichkeiten des Schienengüterverkehrs. Darüber hinaus sind ein Waggonbauwerk (Graaf) am Standort Elze, Niedersachsen, Deutschland und vier Reparaturwerke in Europa Teil der VTG AG.

85. Neben der europäischen Waggonvermietung gehören auch Schienenlogistikaktivitäten zu dem Vorstandsressort Europe. Das Geschäftsfeld Rail Logistics Europe organisiert als Spediteur Gütertransporte mit Fokus auf den Verkehrsträger Schiene. Die VTG AG verfügt zudem über ein eigenes Eisenbahnverkehrsunternehmen (Retrack Germany GmbH, Hamburg) und arbeitet in einem weitverzweigten Netzwerk mit nationalen und internationalen Traktionspartnern zusammen.

86. Im Vorstandsressort Eurasia & Far East bündelt die VTG AG mit dem Geschäftsfeld Tanktainer ihre Vermietungs- und Logistikdienstleistungen für die weltweiten Transporte mit Tankcontainern. Mit ihnen können die Güter, im Wesentlichen für die chemische und petrochemische Industrie, auf den verschiedenen Verkehrsträgern Schiene, Straße und Wasser multimodal befördert werden, ohne dass das Ladegut selbst umgeladen bzw. umgepumpt werden muss. Außerdem ist die Flexitank-Logistik im Geschäftsfeld Tanktainer angesiedelt. Hierbei handelt es sich um eine Transportlösung für Flüssiggüter auf Basis eines Boxcontainers als Alternative zum Transport in Fässern oder Tanks (sogenannte Intermediate Bulk Container, „IBC"). Die Flexitanks haben dabei ein Fassungsvermögen von 12.000 bis 24.000 Litern. Im Vergleich zu Fässern und IBC können bis zu 30 % mehr Ladung in einem Boxcontainer befördert werden.

87. Das Vorstandsressort Eurasia & Far East verantwortet das Geschäftsfeld Rail Russia sowie das Geschäftsfeld Silk Road & Projects Logistic. Das Geschäftsfeld Rail Russia fokussiert auf die Waggonvermietung in Russland und weiteren GUS-Staaten. Das Geschäftsfeld Silk Road & Projects Logistics umfasst Transporte auf der Seidenstraße als Verbindung von Europa und China und ist auf Projektlogistik im Sinne einer Komplettabwicklung von Industrieprojekten und multimodalen Spezialtransporten im europäisch-eurasischen Raum spezialisiert. Diese beinhalten u.a. Beratungsleistungen im Bereich Konstruktion und Verpackungsgestaltung, der Durchführung von Streckenprüfungen und Transportstudien, Verpackungs- und Montageleistungen als auch die Entsendung von Personal und Baustellenunterstützung.

88. Die beiden Geschäftsfelder Rail North America und Rail UK wurden bis zum 30. Juni 2021 direkt vom Vorsitzenden des Vorstands der VTG AG verantwortet und sind in ihrer Geschäftstätigkeit auf die Waggonvermietung in Nordamerika beziehungsweise Großbritannien ausgerichtet. Seit dem 1. Juli 2021 wird dieses Vorstandsressorts vom Finanzvorstand verantwortet. Aktuell wird erwogen,

[15] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 21 ff.

das Waggonvermietungsgeschäft in Nordamerika bzw. die nordamerikanische Waggonflotte zu veräußern.

3. Steuerliche Grundlagen

89. Die VTG AG verfügt zum 31. Dezember 2020 bei den inländischen Gesellschaften über körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 24,1 Mio. sowie über EUR 14,3 Mio. gewerbesteuerliche Verlustvorträge. Bei den ausländischen Gesellschaften bestehen steuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 157,7 Mio. Davon entfallen EUR 91,6 Mio. auf die in Nordamerika tätige VTG Rail Inc.

90. Darüber hinaus verfügt die VTG AG zum 31. Dezember 2020 über ein steuerliches Einlagenkonto von EUR 613,7 Mio.

4. Markt- / Wettbewerbsumfeld

Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen

91. Die Geschäftsentwicklung der VTG AG wird maßgeblich durch die Entwicklung der Weltwirtschaft, des Euroraums und der Volkswirtschaft in Deutschland sowie durch die Entwicklung des Transportsaufkommens und des Schienengüterverkehrs in diesen Märkten geprägt.

92. Der gesamtwirtschaftliche Rahmen wird im Folgenden anhand makroökonomischer Kennzahlen analysiert. Betrachtet wird die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts („BIP"), des Beschäftigungsniveaus sowie der Inflationsrate.

93. Die jährliche Entwicklung des BIP als makroökonomischer Indikator für die Entwicklung der Wirtschaftsleistung stellt sich weltweit sowie für ausgewählte Regionen wie folgt dar:[16]

Prozentuale Veränderung des Bruttoinlandsprodukts						Prognose					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Welt	3,3	3,8	3,6	2,8	(3,3)	6,0	4,4	3,5	3,4	3,3	3,3
Euroraum	1,9	2,6	1,9	1,3	(6,6)	4,4	3,8	1,9	1,6	1,4	1,3
Deutschland	2,2	2,6	1,3	0,6	(4,9)	3,6	3,4	1,6	1,5	1,2	1,1
Großbritannien	1,7	1,7	1,3	1,4	(9,9)	5,3	5,1	2,0	1,7	1,5	1,4
USA	1,7	2,3	3,0	2,2	(3,5)	6,4	3,5	1,4	1,5	1,6	1,6
Russland	0,2	1,8	2,8	2,0	(3,1)	3,8	3,8	2,1	1,8	1,8	1,8
China	6,9	6,9	6,7	5,8	2,3	8,4	5,6	5,4	5,3	5,1	4,9

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

Tabelle 3: Prozentuale Veränderung des Bruttoinlandsprodukts

94. In den Jahren 2017 bis 2019 war eine Abschwächung des Wachstums der Weltwirtschaft zu beobachten, wobei insbesondere die entwickelten Volkswirtschaften ein Abflachen der Konjunkturentwicklung verzeichneten.

[16] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.

95. Im Jahr 2020 hatten sich zunächst günstige globale Finanzierungsbedingungen sowie eine teilweise Deeskalation des Handelskonflikts zwischen USA und China positiv ausgewirkt.[17] Als Folge der Ausbreitung der COVID-19 Pandemie sowie der Maßnahmen, die die Regierungen weltweit getroffen haben, um die Ausbreitung der COVID-19 Pandemie einzudämmen, ist ein massiver Rückgang der weltweiten Wirtschaftsleistung zu verzeichnen. Im Ergebnis kam es laut International Monetary Fund zu einem weltweiten Rückgang des realen BIP von 3,3 %.

96. Für das Jahr 2021 geht der International Monetary Fund von einer Erholung der Weltwirtschaft aus und erwartet einen weltweiten Anstieg des BIP um 6,0 % und somit deutlich oberhalb der BIP-Wachstumsraten vor Ausbreitung der COVID-19 Pandemie (Aufholeffekt). Dies sei auf voranschreitende Impfungen, den Lockerungen der Maßnahmen zur Eindämmung der COVID-19 Pandemie, einer stärkeren Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft sowie Maßnahmen zur Stützung von Konjunktur und Arbeitsmarkt zurückzuführen. In den Jahren 2022 und 2023 wird eine sukzessive Abschwächung des BIP-Wachstums auf ein Niveau der Jahre vor Ausbreitung der COVID-19 Pandemie prognostiziert.[18]

97. Die bisherige sowie erwartete Entwicklung des BIP im Euroraum ist von den gleichen Effekten geprägt und verzeichnet einen vergleichbaren Verlauf auf niedrigerem Niveau. Aufgrund des Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union wird der Handel mit Großbritannien voraussichtlich dauerhaft niedriger bleiben, als bei unveränderten Handelsbeziehungen zwischen der Europäischen Union und Großbritannien.[19]

98. Die Entwicklung der Wirtschaft in Deutschland ist ebenso durch die globalen Entwicklungen gekennzeichnet. In 2019 war als Folge der seit Mitte 2018 stark rückläufigen Industrieproduktion, insbesondere in der exportorientierten Industrie sowie im Automobilsektor, ein relativ schwaches Wachstum des BIP von 0,6 % zu verzeichnen.[20] Im Jahr 2020 wurde die deutsche Volkswirtschaft durch die getroffenen Maßnahmen zur Eindämmung der COVID-19 Pandemie erheblich belastet, sodass das BIP um 4,9 % zurückging.[21]

99. Nach einer erneuten Verschärfung der Maßnahmen im April 2021 (sogenannte Bundes-Notbremse, 23. April 2021 bis 30. Juni 2021) finden seit Ende Mai 2021 deutliche Lockerungen im Zuge der verbesserten Impfquote sowie der rapide abnehmenden Ansteckungsraten statt. Für das Jahr 2022 erwartet die Bundesregierung aufgrund der erst im 2. Halbjahr 2021 einsetzenden Dynamik der Binnennachfrage einen Anstieg des BIP in Höhe von 3,6 %.[22]

100. Der massive Einbruch des BIP in Großbritannien in 2020 (-9,9 %) resultiert in erster Linie aus den Einschränkungen und Maßnahmen infolge der COVID-19 Pandemie verstärkt durch den Austritt

[17] Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2020, S. 45.
[18] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.
[19] Vgl. European Commission, European Economic Forecast, 12. Mai 2021.
[20] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2020.
[21] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.
[22] Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Frühjahresprojektion der Bundesregierung, 27. April 2021.

Großbritanniens aus der Europäischen Union. Seit Anfang 2021 gilt das erst Ende 2020 ausgehandelte Handels- und Kooperationsabkommen mit der Europäischen Union, das für Unternehmen zahlreiche Änderungen und regelmäßig einen höheren administrativen Aufwand mit sich bringt. Der Rückgang der Ausfuhren nach Europa, dem wichtigsten Markt für britische Exporteure, belastete die wirtschaftliche Entwicklung Großbritanniens ebenso wie eine verminderte Investitionstätigkeit der britischen Unternehmen. Für das Jahr 2021 wird ein Aufholeffekt (Anstieg des BIP um 5,3 %) in Folge der nachlassenden wirtschaftlichen Belastungen durch die COVID-19 Pandemie sowie der abnehmenden Unsicherheiten in Zusammenhang mit dem Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union erwartet.

101. Auch die USA verzeichneten 2020 in Folge der COVID-19 Pandemie einen erheblichen Rückgang des BIP (-3,5 %). Bereits für das Jahr 2021 wird ein höheres BIP als vor der COVID-19 Pandemie erwartet (+6,4 %). Neben der vergleichsweise schnell voranschreitenden Impfkampagne in den USA soll dies durch umfangreiche Maßnahmen zur Stützung von Konjunktur und Arbeitsmarkt erreicht werden. Von der schnellen Erholung der Wirtschaftsleistung in den USA werden gemäß IMF die Volkswirtschaften der Handelspartner der USA profitieren.

102. In Russland war nach einem Anstieg des BIP um 2,0 % im Jahr 2019 ein Rückgang des BIP im Jahr 2020 in Folge der COVID-19 Pandemie sowie der damit einhergehenden Belastung des Ölpreises zu beobachten (-3,1 %). Für die Jahre 2021 und 2022 wird eine Erholung (jeweils +3,8%) erwartet (Aufholeffekt), während langfristig von einem BIP-Wachstum von 1,8 % p.a. ausgegangen wird.

103. China, die weltweit zweitgrößte Volkswirtschaft, scheint die COVID-19 Pandemie bereits weitgehend unter Kontrolle zu haben und konnte im Jahr 2020 zwar ein im Vergleich zu den Vorjahren deutlich verlangsamtes, jedoch positives BIP-Wachstum (+2,3 %) erzielen. Für das Jahr 2021 erwartet der IMF einen deutlichen Anstieg des BIP (+8,4 %). Mittel- bis langfristig wird im Vergleich hierzu ein verlangsamtes, jedoch weiter über den Erwartungen für USA und den Euroraum liegendes Wachstum des BIP in einer Größenordnung von rd. 5 % p.a. prognostiziert.

104. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der International Monetary Fund Auswirkungen der COVID-19 Pandemie sowohl weltweit als auch im Euroraum und Deutschland insbesondere bis 2022 erwartet. Ab dem Jahr 2023 wird eine Entwicklung auf dem Niveau vor Ausbreitung der COVID-19 Pandemie prognostiziert.

105. Die bisherige sowie erwartete Entwicklung des Beschäftigungsniveaus ab 2016 stellt sich für ausgewählte Regionen wie folgt dar:[23]

Arbeitslosenquote in Prozent der Ewerbsbevölkerung											
						Prognose					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Euroraum	10,0	9,1	8,2	7,6	7,9	8,7	8,5	8,2	7,9	7,8	7,7
Deutschland	4,1	3,8	3,4	3,2	4,2	4,4	3,7	3,5	3,4	3,4	3,3
Großbritannien	4,9	4,4	4,1	3,8	4,5	6,1	6,1	5,2	4,6	4,4	4,2
USA	4,9	4,4	3,9	3,7	8,1	5,8	4,2	3,7	3,5	3,5	3,7
Russland	5,5	5,2	4,8	4,6	5,8	5,4	5,0	4,8	4,8	4,7	4,6
China	4,0	3,9	3,8	3,6	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

Tabelle 4: Arbeitslosenquote in Prozent der Erwerbsbevölkerung

106. Die Auswirkungen der COVID-19 Pandemie belasten das Beschäftigungsniveau im Euroraum, in Deutschland, in Großbritannien, in den USA und in Russland merklich seit dem Jahr 2020 bis voraussichtlich 2022/2023. Für China wird bereits für das 2021 eine Verringerung der Arbeitslosenquote auf das Niveau des Jahres 2019 erwartet.

107. Innerhalb der Europäischen Union ging die Beschäftigung im Jahr 2020 um 1,5 % zurück. Zudem sank die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden aller Erwerbstätigen im vierten Quartal 2020, gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres, um 4,6%.[24]

108. Die Anzahl der Erwerbstätigen mit Arbeitsort in Deutschland ist im Jahr 2020 um 1,7 % gesunken. Die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden aller Erwerbstätigen in Deutschland (Arbeitsvolumen) verminderte sich im selben Zeitraum – aufgrund des höheren Anteils der Kurzarbeit - deutlich stärker (-4,8 %).[25] Im April 2021 waren saisonbereinigt 1,6 % Personen weniger erwerbstätig als im Februar 2020, dem Monat vor Beginn der Einschränkungen aufgrund COVID-19 Pandemie. Die Zahl der Erwerbstätigen lag damit weiter deutlich unter dem Niveau vor Belastungen aus der COVID-19 Pandemie.[26]

[23] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2020. Dem International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, Januar 2021 sind hierzu keine Angaben zu entnehmen.

[24] Vgl. Eurostat, Schätzung der BIP Hauptaggregate und der Erwerbstätigkeit für das vierte Quartal 2020, veröffentlicht am 9. März 2021.

[25] Vgl. Statistisches Bundesamt, DeStatis, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen 2020, 25. Januar 2021.

[26] Vgl. Statistisches Bundesamt, DeStatis, Erwerbstätige mit Wohnort in Deutschland, April 2021, Pressemitteilung Nr. 256 vom 1. Juni 2021.

109. Die bisherige sowie erwartete Entwicklung der Inflationsrate gemessen anhand der Entwicklung durchschnittlicher Verbraucherpreise weltweit sowie in ausgewählten Regionen stellt sich seit 2016 wie folgt dar:[27]

Prognose der Veränderung des Verbraucherpreisindex											
						Prognose					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Welt	2,7	3,2	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0
Euroraum	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	1,4	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
Deutschland	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	2,2	1,1	1,5	1,7	1,9	2,1
Großbritannien	0,7	2,7	2,5	1,8	0,9	1,5	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
USA	1,3	2,1	2,4	1,8	1,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4	2,2
Russland	7,0	3,7	2,9	4,5	3,4	4,5	3,4	3,8	4,0	4,0	4,0
China	2,0	1,6	2,1	2,9	2,4	1,2	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

Tabelle 5: Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

110. Die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) reduzierte sich im Jahr 2020 weltweit infolge der COVID-19 Pandemie. Ab dem Jahr 2021 wird mit einem Anstieg der Inflation weltweit gerechnet. In den Folgejahren wird global eine Stabilisierung auf ein Niveau von rund 3 % erwartet.

111. In den Jahren 2017 und 2018 kam es aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB zu einem Anstieg der Inflation sowohl im Euroraum als auch in Deutschland. Das niedrige Inflationsniveau im Jahr 2019 ist insbesondere auf relativ niedrige Energiepreise, das verlangsamte Produktionswachstum und den schwächer werdenden Einfluss des Lohnwachstums auf die Preisentwicklung zurückzuführen. Die Inflationsrate liegt damit seit 2019 deutlich unter dem von der Europäischen Zentralbank verfolgten Ziel einer Inflationsrate von „unter, aber nahe 2 %".[28] Der Abwärtstrend setzte sich im Jahr 2020 verstärkt fort.[29] In der Langzeitprognose erwartet der International Monetary Fund eine Annäherung an die Zielinflationsrate der EZB.

112. Laut dem Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung und dem Statistischen Bundesamt beträgt die Inflationsrate in Deutschland im Jahr 2020 0,4 %.[30] Im Mai 2021 lag die Inflationsrate bei 2,5 %. Sie hat sich seit dem zweiten Halbjahr 2020 damit deutlich erhöht, als die Inflationsrate aufgrund der Senkung der Umsatzsteuersätze fast durchgehend im negativen Bereich gelegen hatte. Gründe für den Anstieg der Inflationsrate in den ersten Monaten des Jahres 2021 sind insbesondere Import- und Rohstoffpreise sowie die Einführung der CO_2-Bepreisung. Während die Energiepreise im Jahr 2020 noch den Auftrieb des Verbraucherpreisniveaus stark bremsten, tragen sie inzwischen spürbar zum Anstieg bei. In der zweiten Jahreshälfte wird aufgrund eines Basiseffektes wegen der tempo-

27 Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.
28 Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 7/2020.
29 Vgl. Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2020, veröffentlicht am 11. November 2020.
30 Vgl. Statistisches Bundesamt, DeStatis, GENESIS-Online, Ergebnis 61121-0001, Stand Juni 2021.

rären Senkung der Umsatzsteuersätze ein Jahr zuvor sogar mit einer Inflationsrate um die 3 % gerechnet. Nach Auslaufen der Sondereffekte sollte sich die Inflationsrate zu Beginn des Jahres 2022 wieder deutlich verringern und mittelfristig der Zielinflationsrate der EZB annähern.[31]

113. Die Entwicklung der Inflation in Großbritannien ist ebenso von den Auswirkungen der COVID-19 Pandemie sowie Folgen aus dem Austritt aus der Europäischen Union geprägt, wobei die erwartete Entwicklung vergleichbar mit der im Euroraum bzw. in Deutschland ist.

114. In Russland war im Jahr 2019 eine Inflationsrate von 4,5% zu beobachten. Nach einer verminderten Inflationsrate im Jahr 2020 (3,4 %) soll die Inflation mittelfristig das von der russischen Zentralbank angestrebte Niveau[32] von 4,0% erreichen.

115. Nachdem die Inflation in China im Jahr 2019 nahezu der Zielinflation von 3,0 %[33] entsprach soll sich die Inflation in Folge der COVID-19 Pandemie in den Jahren 2020 und 2021 zunächst vermindern und gemäß International Monetary Fund ab dem Jahr 2024 bei 2,0% liegen.

116. Im Folgenden wird ergänzend zu den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Marktentwicklung im Schienengüterverkehr weltweit sowie in ausgewählten Regionen analysiert.

[31] Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Schlaglichter der Wirtschaftspolitik Juni 2021 Monatsbericht sowie Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Pressemitteilung: „Die wirtschaftliche Lage in Deutschland im Juni 2021“ vom 14. Juni 2021.

[32] Vgl. https://www.cbr.ru/eng/, Stand vom 25. Juni 2021.

[33] Vgl. PBOC Governor Sees Stable Policy, Inflation Below Target - Bloomberg, Stand vom 25. Juni 2021.

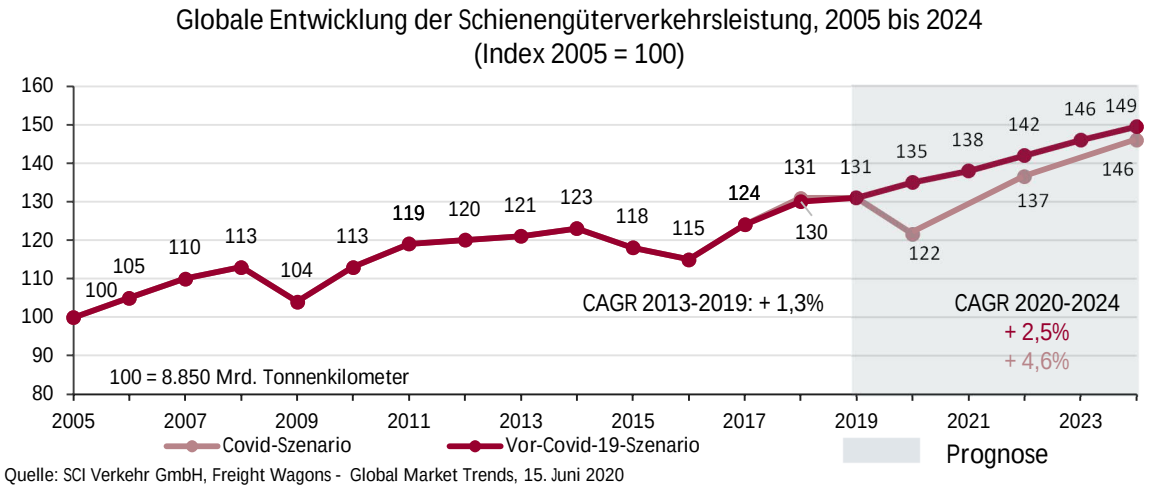
Schienengüterverkehr

118. Die VTG ist als international tätiges Waggonvermietungs- und Schienenlogistikunternehmen überwiegend im Schienengüterverkehr tätig. Darüber hinaus werden insbesondere im Bereich Tankcontainer Transport-, Logistik- und Vermietungsdienstleistungen unabhängig vom Verkehrsträger erbracht. Entsprechend der Geschäftsausrichtung wird im Folgenden der Fokus auf den Markt für Schienengüterverkehr gelegt.

119. Die Marktentwicklung lässt sich anhand des Transportaufkommens (Anzahl der transportierten Gütertonnen) sowie der Verkehrsleistung (zurückgelegte Tonnenkilometer, berechnet als Produkt aus zurückgelegter Strecke und transportierter Gütermenge) charakterisieren.

Global

120. Nachstehende Abbildung zeigt die langfristige Entwicklung der weltweiten Verkehrsleistung im Schienengüterverkehr (indexiert, beginnend ab 2005): [34]



Quelle: SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons - Global Market Trends, 15. Juni 2020

Abbildung 3: Globale Entwicklung der Schienenverkehrsleistung, 2005 bis 2024

121. Den größten Anteil an der globalen Verkehrsleistung haben Nordamerika (26,7 %) gefolgt von China (25,04 %) und Russland (22,6 %).[35]

122. In den Jahren 2017 und 2018 ist die globale Verkehrsleistung insbesondere aufgrund der dynamischen Entwicklung in den Regionen China, Russland und Nordamerika um 7,9 % bzw. 4,9 % auf 11.505 Mrd. Tonnenkilometer im Jahr 2018 gestiegen.[36]

[34] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020; entsprechend spiegeln die Werte ab 2019 Hochrechnungen bzw. Erwartungen wider.

[35] Die angegebenen relativen Anteile beziehen sich auf das Jahr 2018.

[36] Die angegebenen relativen Anteile beziehen sich auf das Jahr 2018.

123. Im ersten Halbjahr 2020 löste die COVID-19 Pandemie einen Rückgang des Transportaufkommens um acht Prozent aus. Das geringere Passagier- und Frachtaufkommen führte zu Verschiebungen und Stornierungen von Aufträgen sowie zu einem geringeren Leistungsvolumen. Trotz dieser Herausforderungen wird aufgrund der Widerstandsfähigkeit und des anhaltenden Bedarfs eine Erholung und mittelfristiges Wachstum des Schienengüterverkehrs erwartet.[37]

124. Unter Berücksichtigung der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie wird nach einem geschätzten Rückgang der Verkehrsleistung in 2020 um 7,1 % auf 10.766 Mrd. Tonnenkilometer ein weiteres Wachstum auf 12.920 Tonnenkilometer in 2024 und damit ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 4,7 % erwartet. Als maßgebliche Treiber werden insbesondere die Nachfrage nach Rohstoffen, der erwartete Ausbau der Infrastruktur (wie bspw. der Ausbau der Infrastruktur in sechs Wirtschaftskorridore im Rahmen des chinesischen „New Silk Road“[38]) sowie Entwicklungsprojekte (wie bspw. der Ausbau der Schienenwege in der italienische Region Ligurien für EUR 13,4 Mrd. bis 2024[39]) gesehen. Dazu soll mittelfristig die Nachfrage nach Rohstoffen weltweit in mehreren Regionen konstant bleiben. [40]

125. Für die Waggonvermietung wird eine nahezu gleichlaufende Entwicklung erwartet. So betrug der globale Waggonvermietungsmarkt 2020 rund USD 9,5 Mrd. und soll bis 2027 auf USD 13,5 Mrd. und damit jährlich durchschnittlich um 5,1 % wachsen.[41]

[37] Vgl. Roland Berger, UNIFE World Rail Market 2020, 2. Oktober 2020.

[38] Vgl. OECD (2018), "The Belt and Road Initiative in the global trade, investment and finance landscape", in OECD Business and Finance Outlook 2018, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/bus_fin_out-2018-6-en.

[39] Vgl. ProMedia Group, Railfreight.com, Rail infrastructure expansions should make Genoa the logistic heart of Europe, 29. April 2021.

[40] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.

[41] Vgl. Research and Markets, Railcar Leasing – Global Market Trajectory & Analytics, April 2021.

126. Nachstehende Abbildung zeigt die erwartete Entwicklung des weltweiten Marktvolumens für Güterwaggons in den Jahren 2019 bis 2025:[42]

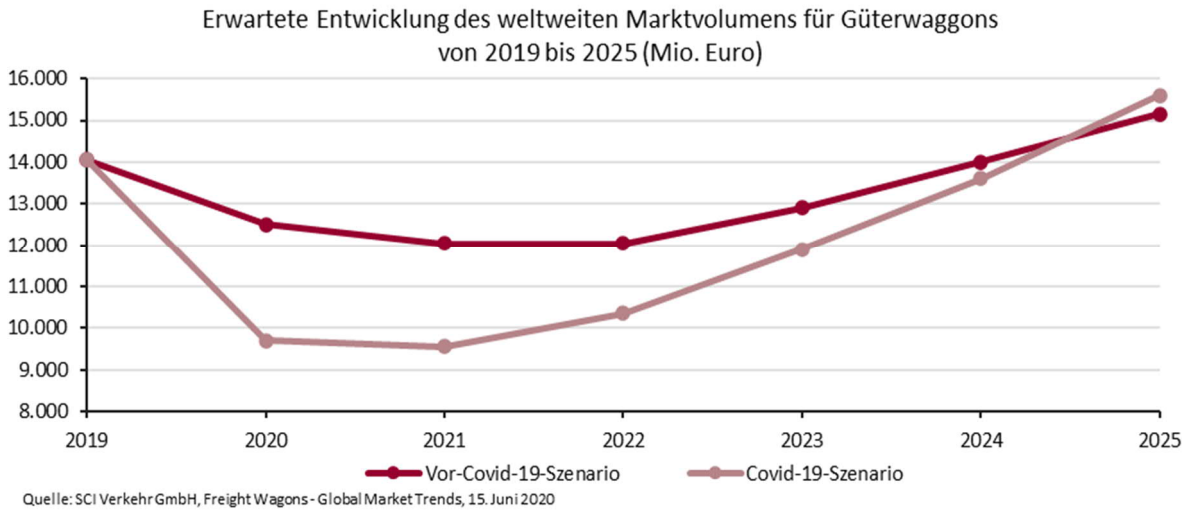


Abbildung 4: Erwartete Entwicklung des weltweiten Marktvolumens für Güterwaggons

127. Die Auswirkungen der COVID-19 Pandemie beschleunigen den erwarteten Rückgang des Marktvolumens für Güterwaggons, wobei der Tiefpunkt für das Jahr 2021 prognostiziert wird. Selbst ohne Berücksichtigung der COVID-19 Pandemie wurde aufgrund des Auslieferungsrekords in den Jahren

[42] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020; entsprechend spiegeln die Werte ab 2019 Hochrechnungen bzw. Erwartungen wider.

2018 und 2019 ein Marktrückgang antizipiert. Eine Ausnahme stellt hierbei die Klasse der Intermodalwaggons dar. Für die Intermodalwaggons wird für den Zeitraum von 2018 bis 2023 ein Anstieg von 33.000 Waggons auf 36.000 neuen Waggons erwartet:[43]

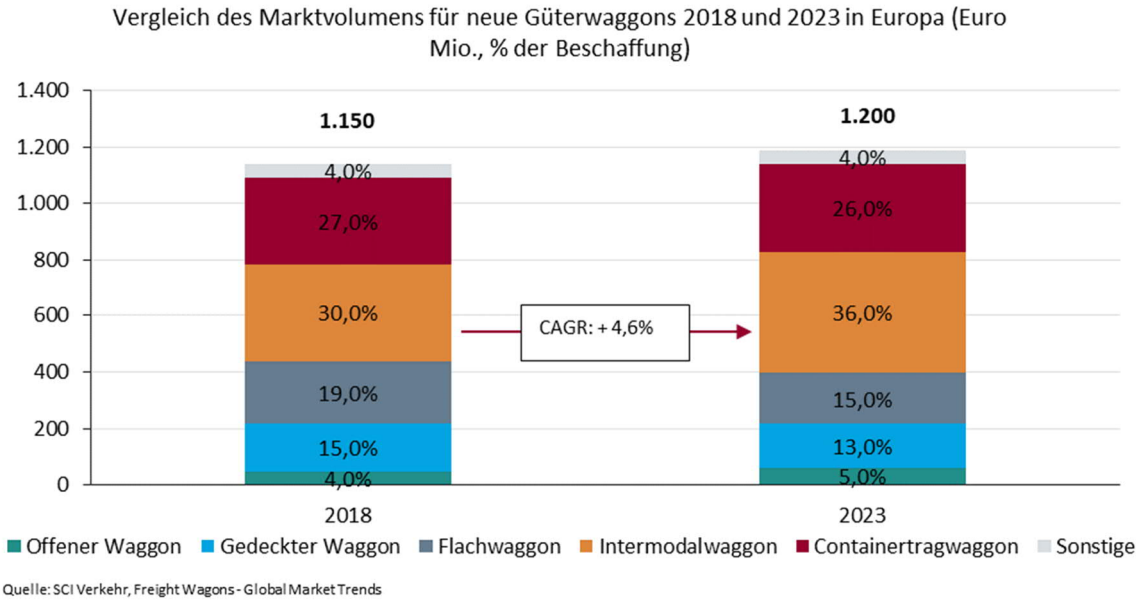


Abbildung 5: Entwicklung des Marktvolumens für Güterwaggons nach Waggonkategorie, weltweit

128. Die fortschreitende Verbreitung von Containerisierung führte zu einer sukzessiven Substitution anderer Waggontypen, insbesondere von gedeckten Waggons (oder Kastenwaggons) und in der Folge zu einer Zunahme der Beschaffung von Intermodalwaggons (vor allem Containertragwaggons, die die großen Hochseehäfen mit den Hinterland Destinationen verbinden). Langfristig wird erwartet, dass sich das Beschaffungsniveau in diesem Waggonsegment getrieben durch die Nachfrage in Asien bei etwa 35.000 Waggons einpendeln wird. Aktuelle Innovationsentwicklungen hin zu Containern für trockene und flüssige Schüttgüter sind ein zusätzlicher Treiber, der die zukünftige Nachfrage nach neuen Intermodalwaggons über die prognostizierten Zahlen hinaus ankurbeln könnte. Dieser Trend ist vor allem in Europa zu beobachten.[44]

129. Im „After Sales Market", der Instandhaltung, Revision, Umbauten und Sanierung umfasst, betrug das Marktvolumen im Jahr 2018 EUR 16.000 Mio. Für die Jahre 2019 bis 2023 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 2,7 % erwartet.[45]

130. Im Folgenden wird die Entwicklung des Güterverkehrs sowie insbesondere des Schienengüterverkehrs differenziert nach den Regionen betrachtet, die für die VTG besonders relevant sind.

[43] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.
[44] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.
[45] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons - Global Market Trends, 15. Juni 2020.

Europa

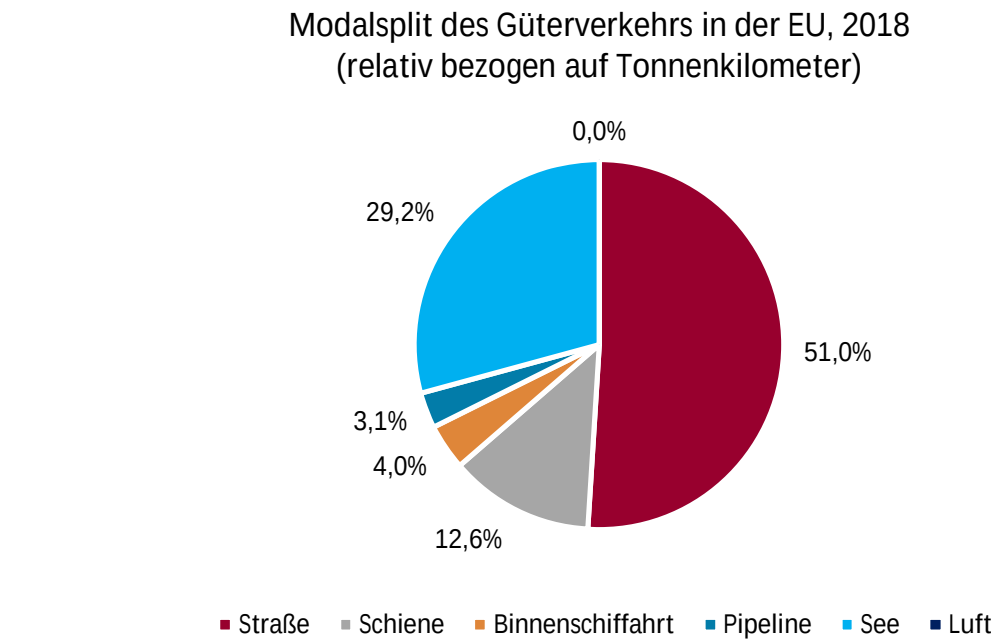
Güterverkehr

131. Die Verkehrsleistung des Güterverkehrs über alle Verkehrsträger hat im Jahr 2018 mit rund 3.353 Mrd. Tonnenkilometer einen Rekordwert erreicht, wie nachstehende Abbildung veranschaulicht:[46]

Abbildung 6: Verkehrsleistung des Güterverkehrs in der EU über alle Verkehrsträger

[46] Vgl. European Commission, Transport in figures, 2020.

132. Rund die Hälfte des Verkehrsaufkommens wurde im Jahr 2018 über die Straße transportiert. An zweiter Stelle lag der Seetransport mit einem Anteil von 29,2 %, gefolgt vom Schienengüterverkehr mit einem Anteil von 12,6 %:[47]



Quelle: European Commission, Transport in figures, 2020

Abbildung 7: Modalsplit des Güterverkehrs der Europäischen Union, 2018

[47] Vgl. European Commission, Transport in figures, 2020.

Schienengüterverkehr

133. Nachstehende Abbildung zeigt die langfristige Entwicklung der Verkehrsleistung im Schienengüterverkehr in Europa (indexiert, beginnend ab 2005): [48]

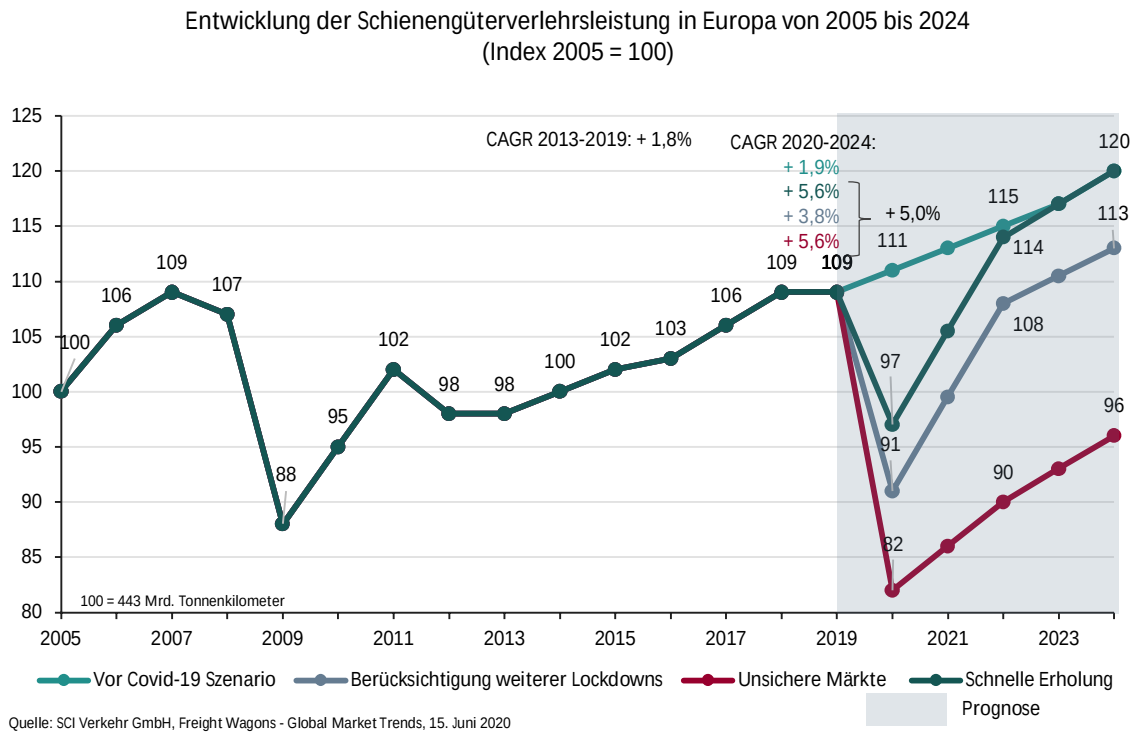


Abbildung 8: Entwicklung und Prognose der Schienengüterverkehrsleistung für verschiedene Szenarien

134. Der Schienengüterverkehr in Europa hat aufgrund der hohen Schienennetzdichte eine gute Ausganglage für weiteres Wachstum. Unter Berücksichtigung der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie wird nach einem geschätzten Rückgang der Verkehrsleistung in 2020 auf 404 Mrd. Tonnenkilometer ein weiteres Wachstum auf 499 Mrd. Tonnenkilometer in 2024 erwartet (mittleres Szenario).

135. Ein bedeutender Wachstumstreiber für den Schienengüterverkehr ist der erwartete Anstieg des Transports von Chemikalien. Für den Chemikalienmarkt wird über den Zeitraum 2019 bis 2030 eine jährliche Wachstumsrate von 4,6 % erwartet.[49]

[48] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020; entsprechend spiegeln die Werte ab 2019 Hochrechnungen bzw. Erwartungen wider.

[49] Vgl. Conseil Européen des Fédérations de l'Industrie Chimique (CEFIC), Facts and Figures of the European Chemical Industry, 2021.

136. Nachfolgende Abbildung zeigt die Verkehrsleistung nach Gütergruppen für das Jahr 2019:[50]

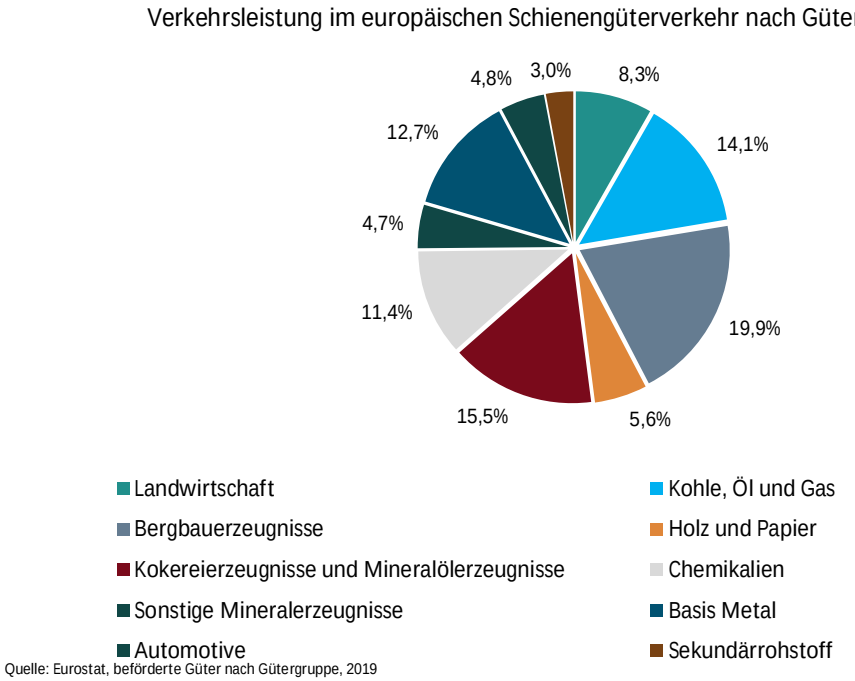


Abbildung 9: Verkehrsleistung nach Gütergruppe 2019

137. Den höchsten Anteil hatte im Jahr 2019 die Gütergruppe Bergbauerzeugnisse (19,9%), gefolgt von Kokereierzeugnissen und Mineralölerzeugnissen (15,5%) sowie Kohle, Öl und Gas (14,1%).[51]

138. Die Europäische Kommission hat sich im Rahmen des sogenannten europäischen Grünen Deals, das Ziel gesetzt, bis zum Jahr 2050 klimaneutral zu werden. Für die Zielerreichung wird der Schienengüterverkehr als wesentlich erachtet. Aufgrund der höheren Effizienz und der geringeren Emissionen soll der Güterverkehr von der Straße auf die Schiene gebracht werden.[52]

[50] Vgl. VTG AG Market Report.
[51] Vgl. Eurostat, Beförderte Güter nach Gütergruppe, 2019.
[52] Vgl. Europäische Kommission, https://ec.europa.eu/germany/news/20210326-plakatkampagne-jahr-der-schiene_de, 2021-mobility-strategy-and-action-plan.pdf (europa.eu).

139. Nachstehende Abbildung zeigt die Vorteilhaftigkeit des Schienengüterverkehrs bezüglich der Treibhausgasemission Vergleich zur Binnenschifffahrt sowie zum LKW-Transport:[53]

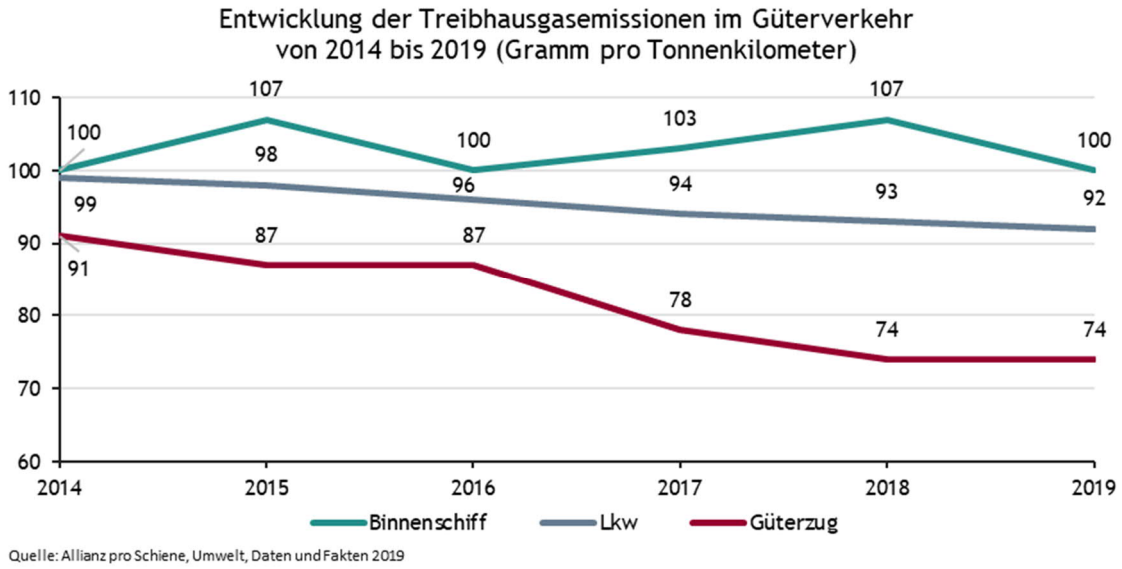


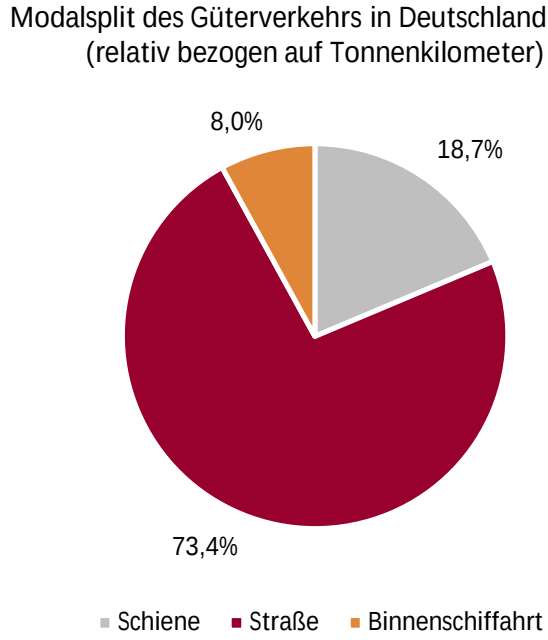
Abbildung 10: Entwicklung der Treibhausgasemissionen im Güterverkehr

[53] Vgl. Allianz pro Schiene, Umwelt, Daten und Fakten, 2019.

Deutschland

Schienengüterverkehr

140. Der Anteil der Schiene am deutschen Güterverkehr lag im Jahr 2019 bei 18,7 % und damit oberhalb des Anteils der Binnenschifffahrt. Mit einem Anteil von 73,4 % erfolgte der Großteil des Gütertransportes in Deutschland über die Straße.[54]



Quelle: Eurostat, Modal split des Güterverkehrs, 2019

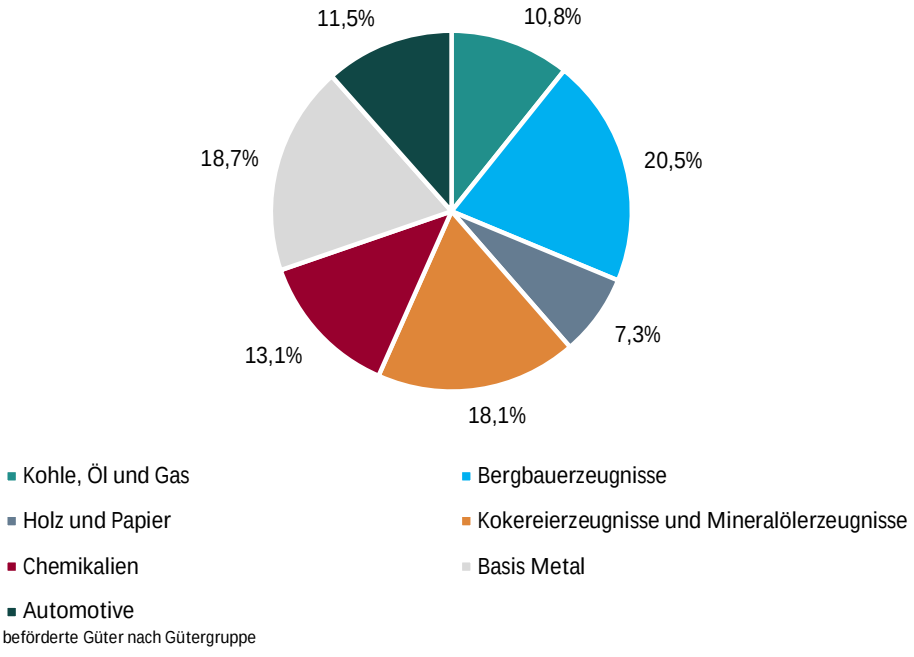
Abbildung 11: Modalsplit des Güterverkehrs in Deutschland

141. Deutschland ist mit rd. 27% der gesamten Schienengüterverkehrsleistung innerhalb Europas der größte Markt,[55] wovon in Folge der fortschreitenden Liberalisierung seit 2018 mehr als die Hälfte durch private Bahnunternehmen erfolgt.[56]

[54] Vgl. Eurostat, Modal Split des Güterverkehrs, (2019).
[55] Vgl. Eurostat, Beförderte Güter nach Gütergruppe.
[56] Vgl. Statista: Marktanteile von Bahnunternehmen im Schienengüterverkehr bis 2019.

142. Nach Gütergruppen betrachtet hatten die Bergbauerzeugnisse 2019 mit 20,5 % den größten Anteil, gefolgt von unedlen Metallen (18,7%), Kokereierzeugnissen und Mineralölerzeugnissen (18,1%):[57]

Verkehrsleistung im Deutschen Schienengüterverkehr nach Güterkategorie, 2019



Quelle: Eurostat, beförderte Güter nach Gütergruppe

Abbildung 12: Verkehrsleistung im deutschen Schienengüterverkehr

[57] Vgl. Eurostat, Beförderte Güter nach Gütergruppe, 2019; 166. Entwicklung der Verkehrsleistung nach Gütergruppe ohne die Kategorie „Sonstige“. Die Gütergruppe „Sonstige“ wird in den folgenden Abbildungen nicht berücksichtig. Wesentliche Kategorien dieser Gruppe sind „Nicht identifizierte Güter“, sowie „Landwirtschaft“ oder „Sonstige Güter“.

143. Die Entwicklung der Schienengüterverkehrsleistung in Deutschland für die Jahre 2018 bis 2020 sowie die erwartete Entwicklung für die Jahre 2021 und 2024 wird durch nachstehende Abbildung veranschaulicht:[58]

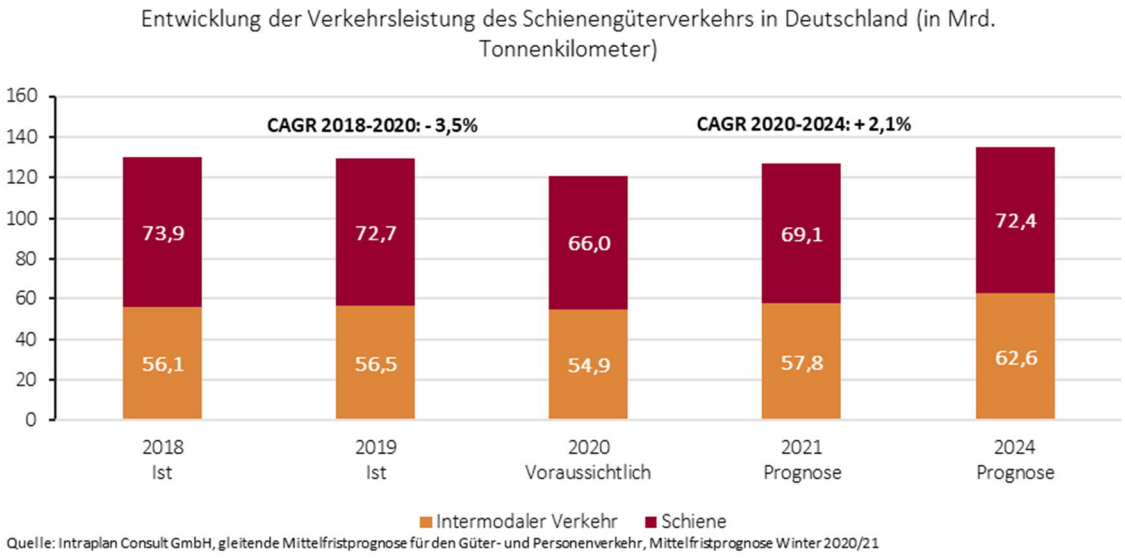


Abbildung 13: Entwicklung der Verkehrsleistung des Schienengüterverkehrs in Deutschland

144. In 2020 sind die Verkehrsleistung um 8,3 Mrd. Tonnenkilometer (6,4 %) sowie Verkehrsaufkommen um 30,4 Mio. Tonnen (7,8 %) gesunken. Zu dieser Entwicklung haben im Wesentlichen die Einbrüche bei den Transporten von Kohle, Metallerzeugnissen und Fahrzeugen insbesondere in Folge der Auswirkungen der Covid-19 Pandemie beigetragen. Selbst im intermodalen Verkehr führten die pandemiebedingten Belastungen zu einem Rückgang um 3,0% der Verkehrsleistung. [59]

145. Für das Jahr 2021 wird eine Erholung der Transportleistung um 5,0 % und des Transportaufkommens um 4,2 % erwartet.[60]

146. Für die Jahre 2022 bis 2024 wird eine durchschnittliche Steigerung der Transportleistung um 2,1 % und des Transportaufkommens um 1,3 % erwartet. Damit soll beim Transportaufkommen im Jahr 2024 das Niveau vor COVID-19 Pandemie erreicht bzw. bei der Transportleistung um 4,5 % übertroffen werden. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen getrieben durch das Wachstum des intermodalen Verkehrs (CAGR 2020 bis 2024: 3,3%).

[58] Vgl. Intraplan Consult GmbH, gleitende Mittelfristprognose für den Güter- und Personenverkehr, Mittelfristprognose Winter 2020/21.

[59] Vgl. Intraplan Consult GmbH, gleitende Mittelfristprognose für den Güter- und Personenverkehr, Mittelfristprognose Winter 2020/21.

[60] Vgl. Intraplan Consult GmbH, gleitende Mittelfristprognose für den Güter- und Personenverkehr, Mittelfristprognose Winter 2020/21.

147. Auch längerfristig wird eine Steigerung sowohl des Schienenverkehrsaufkommens als auch der Transportleistung erwartet. So soll sich der Anteil des Schienengüterverkehrs an der Gesamtverkehrsleistung erhöhen und im Jahr 2030 25% (2019: 19%) betragen. Für die Erreichung dieses Ziels ist ein Maßnahmenpaket vorgesehen, das unter anderem die Reduktion der Trassenpreise (rückwirkend zum 1. Juli 2018 EUR 350 Mio., gültig für 5 Jahre) beinhaltet.[61]

148. Das deutsche Schienennetz soll entsprechend der erwarteten Steigerung der Verkehrsleistung auf Basis von staatlichen und privaten Investitionen weiter ausgebaut bzw. optimiert werden. Im Jahr 2020 ist die sogenannte Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung III (LuFV III) zwischen der Bundesrepublik Deutschland und der Deutsche Bahn AG über die Instandhaltung und den Ersatz der Infrastruktur in Kraft getreten. Im Rahmen dieser Vereinbarung sollen über den Zeitraum von 10 Jahren insgesamt EUR 63,4 Milliarden für Ersatzinvestitionen in das Bestandsnetz vom Bund investiert werden. Die Eisenbahninfrastrukturunternehmen verpflichteten sich, insgesamt mindestens EUR 22,78 Mrd. aufzuwenden:[62]

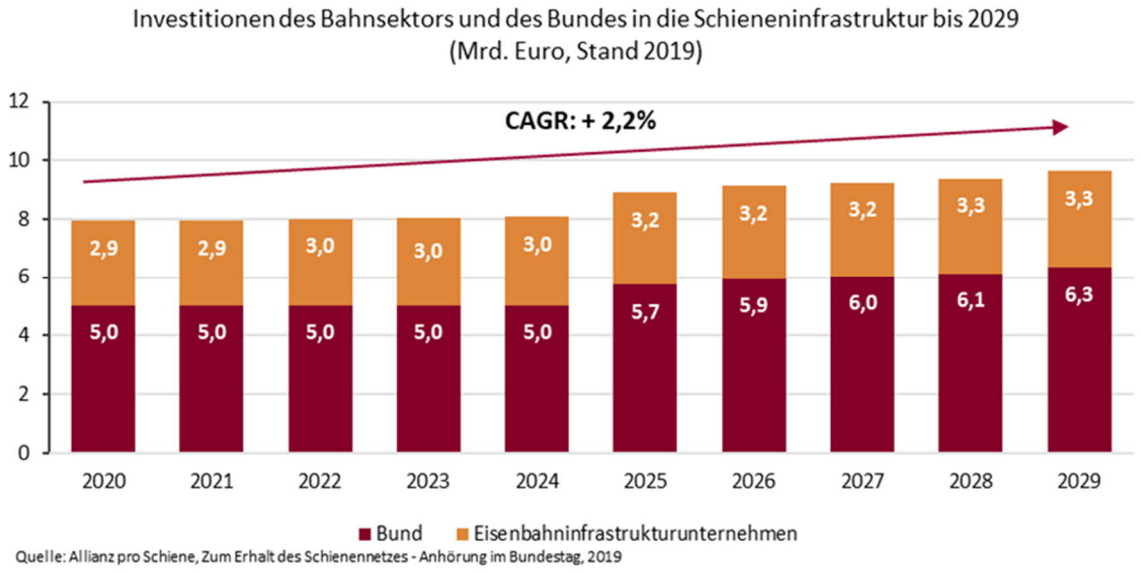


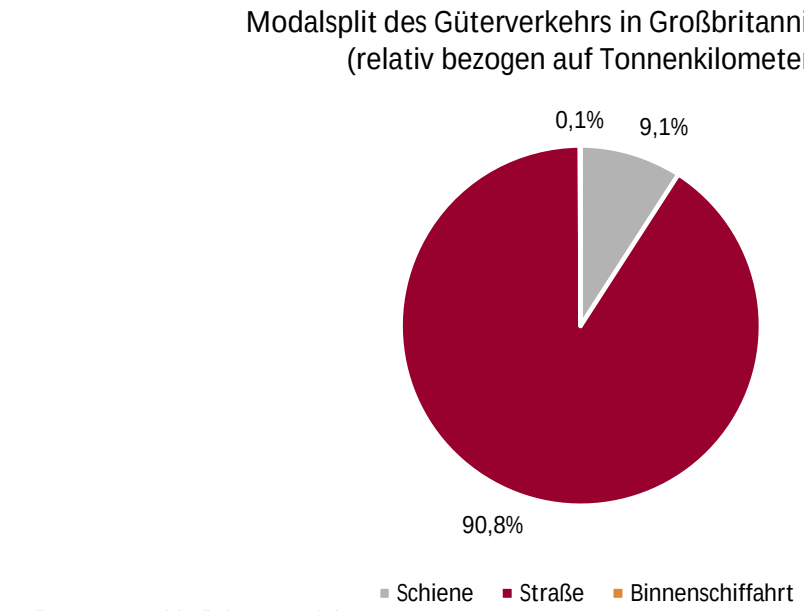
Abbildung 14: Investitionen des Bahnsektors und des Bundes in die Schieneninfrastruktur.

[61] Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Masterplan Schienenverkehr, 2020

[62] Vgl. Eisenbahn-Bundesamt LuFV III, Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung, https://www.eba.bund.de/DE/Themen/Finanzierung/LuFV/lufv_node.html.

Großbritannien

149. Der Anteil des Schienengüterverkehrs am Verkehrsaufkommen beträgt in Großbritannien im Jahr 2019 9,1 %. Weit überwiegend erfolgt der Transport auf der Straße:[63]



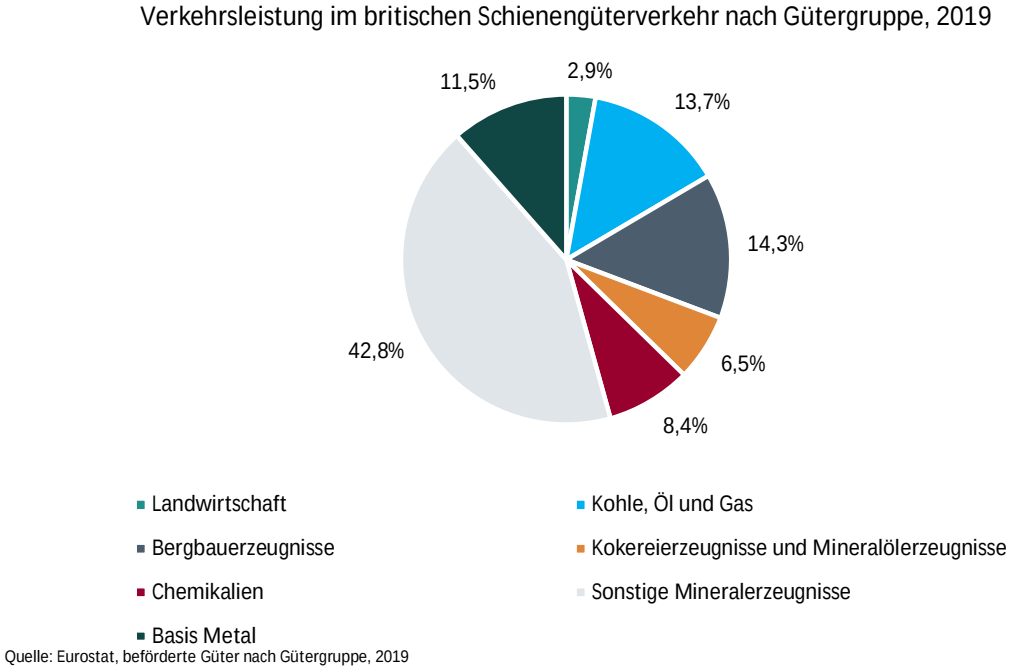
Quelle: Eurostat, Modal split des Güterverkehrs, 2019

Abbildung 15: Modalsplit des Güterverkehrs in Großbritannien

150. Das Transportaufkommen des britischen Schienengüterverkehrs ist von 75 Mio. Tonnen im Jahr 2018 auf 71 Mio. Tonnen im Jahr 2019 zurückgegangen.[64] Den höchsten Anteil hatte im Jahr 2019 die

[63] Vgl. Eurostat, Modal Split des Güterverkehrs, 2019.
[64] Vgl. Eurostat, Modal Split des Güterverkehrs, 2018 und 2019.

Gütergruppe Sonstige Mineralerzeugnisse (42,8%), gefolgt von Bergbauerzeugnissen (14,3%), Kohle, Öl und Gas (13,7%):[65]



Quelle: Eurostat, beförderte Güter nach Gütergruppe, 2019

Abbildung 16: Verkehrsleistung nach Gütergruppen

[65] Vgl. Eurostat, Beförderte Güter nach Gütergruppe, 2019; Entwicklung der Verkehrsleistung nach Gütergruppe ohne die Kategorie „Sonstige". Die Gütergruppe „Sonstige" wird in den folgenden Abbildungen nicht berücksichtig. Wesentliche Kategorien dieser Gruppe sind „Nicht identifizierte Güter", sowie „Landwirtschaft" oder „Sonstige Güter".

151. Die Verkehrsleistung des Schienengüterverkehr in Großbritannien betrug 2018 und 2019 rund 17 Mrd. Tonnenkilometern und damit 4,5 % der Verkehrsleistung in Europa. Nachstehende Abbildung zeigt die erwartete Entwicklung der Verkehrsleistung bis 2023:[66]

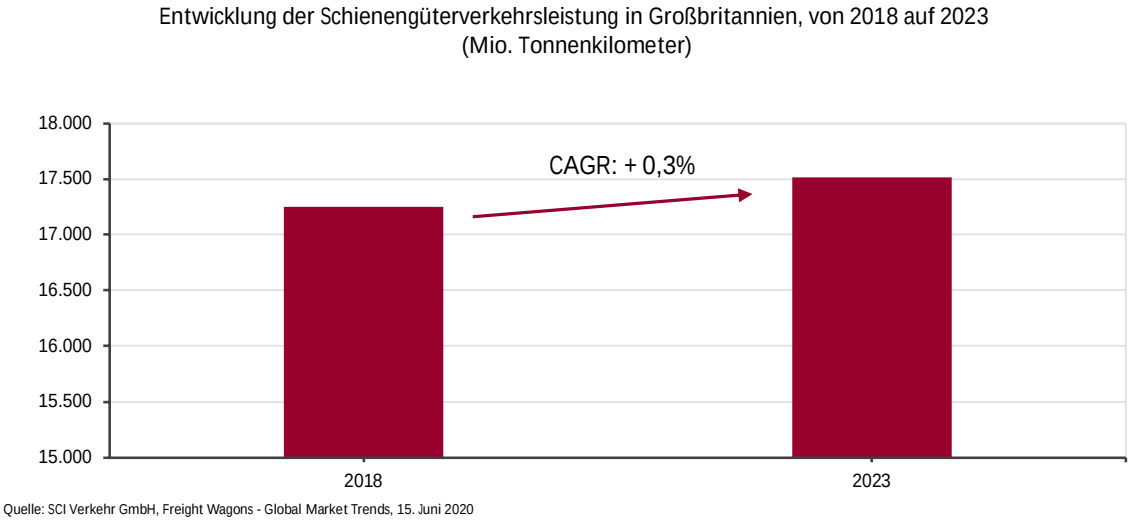


Abbildung 17: Entwicklung der Schienengüterverkehrsleistung in Großbritannien

152. Der erwartete Anstieg der Verkehrsleistung wird durch die staatliche Unterstützung im Rahmen des Mode Shift Revenue System („MSRS“) bis 2025 durch Zuschüsse für die Schienengüterverkehrsbetriebskosten gestützt.[67] Dies spiegelt sich auch in den Umsatzerwartungen wider. So wird erwartet, dass der Marktumsatz des britischen Schienengüterverkehr von USD 1.334,8 Mio. im Jahr 2018 auf USD 1.427,8 Mio. im Jahr 2024 steigt.[68]

66 Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.
67 Vgl. Gov.uk, Mode Shift Revenue Support (MSRS) grant scheme 2020 to 2025.
68 Vgl. Statista, Industry revenue of “freight rail transport” in the United Kingdom from 2012 to 2024.

Russland

Der dominierende Verkehrsträger in Russland ist historisch insbesondere aufgrund der geographischen Rahmenbedingungen sowie der Warenstruktur die Schiene (87,2%; ohne Berücksichtigung von Pipelines).[69]

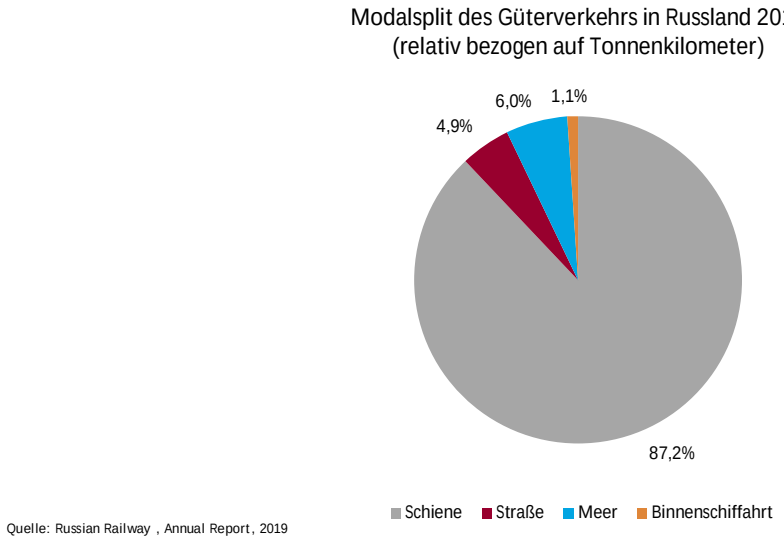
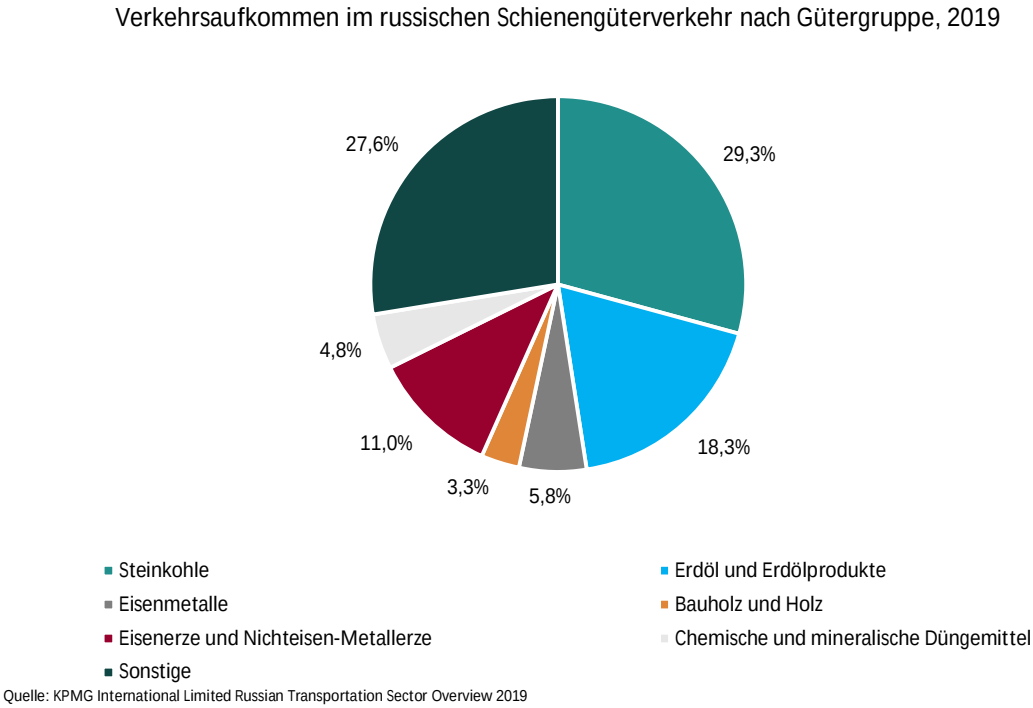


Abbildung 18: Modalsplit in Russland

153. Das Verkehrsaufkommen des russischen Schienengüterverkehrs ist von 1.299 Mio. Tonnen im Jahr 2018 auf 1.271 Mio. Tonnen im Jahr 2019 zurückgegangen. Den höchsten Anteil hatte im Jahr 2019

[69] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons - Global Market Trends, 2020 sowie Russian Railways AOA, Annual Report, performance overview, market overview, 2019.

die Gütergruppe Steinkohle (29,3%), gefolgt von Erdöl und Erdölprodukte (18,3%) sowie Eisenerze und Nichteisen-Metallerze (11,0%):[70]

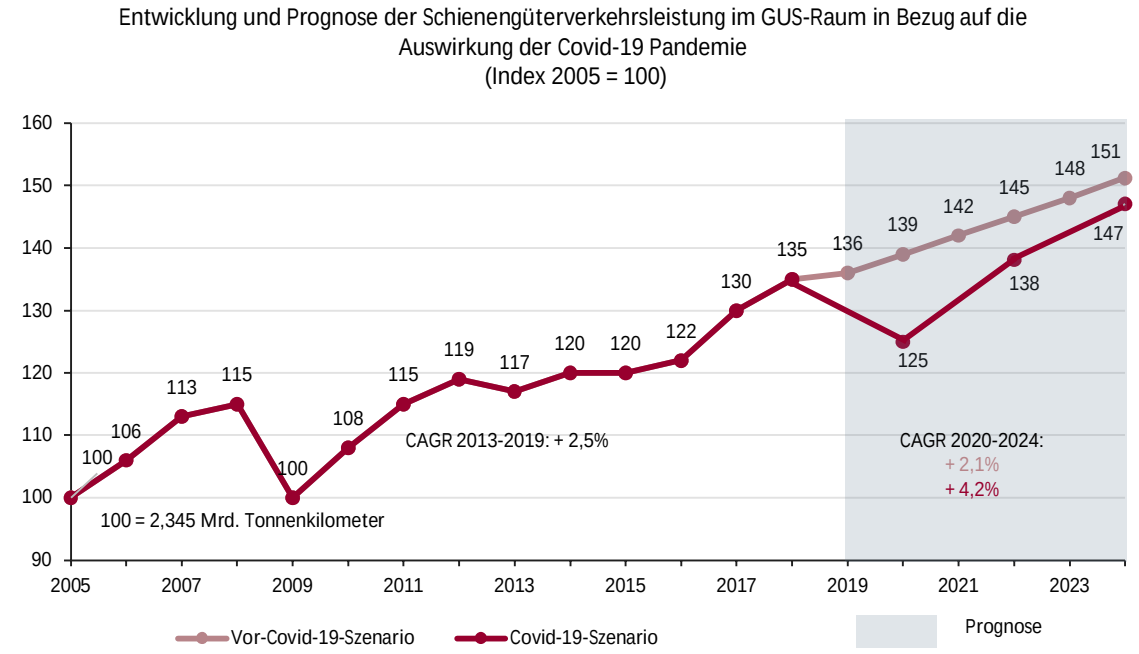


Quelle: KPMG International Limited Russian Transportation Sector Overview 2019

Abbildung 19: Verkehrsaufkommen nach Gütergruppen

[70] Vgl. KPMG International Limited, Russian Transportation Sector Overview, 2019.

154. Die bisherige und erwartete Schienengüterverkehrsleistung stellt sich in den GUS-Staaten wie folgt dar (indexiert, beginnend ab 2005):[71]



Quelle: SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons - Global Market Trends, 15. Juni 2020

Abbildung 20: Entwicklung der Verkehrsleistung in den GUS-Staaten

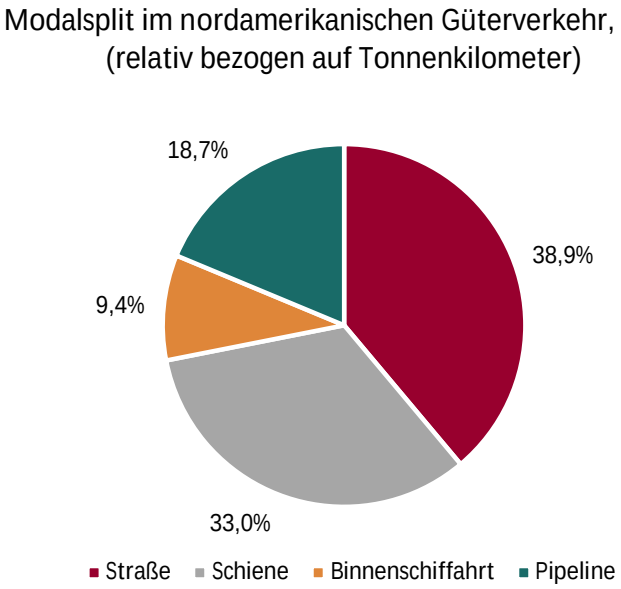
155. Unter Berücksichtigung der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie wird nach einem geschätzten Rückgang der Verkehrsleistung in den GUS-Staaten im Jahr 2020 auf 2.931 Mrd. Tonnenkilometer ein weiteres Wachstum auf 3.448 Mrd. Tonnenkilometer im Jahr 2024 erwartet.[72]

156. Für Russland wird ausgehend von einer Transportleistung von 2.598 Mrd. Tonnenkilometer in 2018 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 1,7 % erwartet. Die Entwicklung wird unter anderem durch den wachsenden Handel mit Asien gestützt. Zudem sollen in Russland mehrere Infrastrukturprojekte durchgeführt werden (hierzu zählt u.a. die Baikal-Amur Linie).[73]

[71] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020; entsprechend spiegeln die Werte ab 2019 Hochrechnungen bzw. Erwartungen wider.
[72] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 2021.
[73] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 2021.

Nordamerika

157. Im Jahr 2018 betrug der gesamte Güterverkehr der Vereinigte Staaten rund 7.388 Mrd. Tonnenkilometer.74 Größter Verkehrsträger ist die Straße (38,9%) dicht gefolgt von der Schiene (33,0%):75



Quelle: United States Department of TRansportation, Bureau of Transportation Statistics, U.S Ton-Miles of Freight

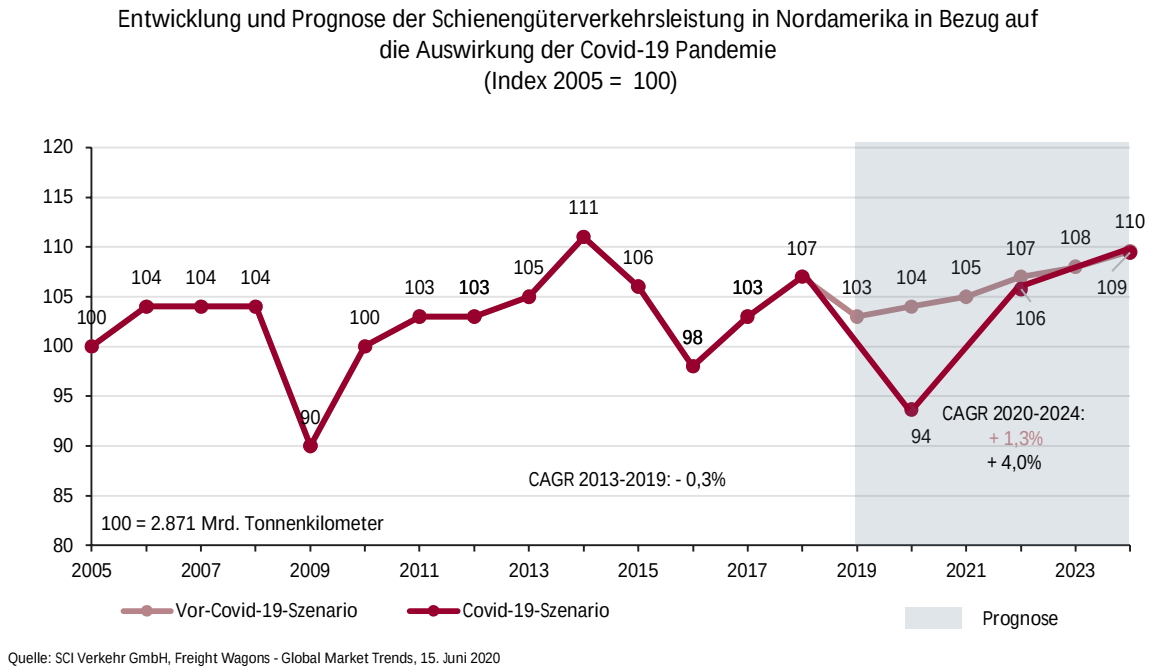
Abbildung 21: Modalsplit im nordamerikanischen Güterverkehr

158. Die Vereinigten Staaten verfügen über das größte Schienennetz weltweit und haben global einen Anteil von rund 22 % an der globalen Schienengüterverkehrsleistung.[76] Mit dem Staggers Rail Act (1980) erfolgte die Deregulierung des US-amerikanischen Eisenbahnbranche und infolge dessen eine vollständige Privatisierung.[77]

159. Die Verkehrsleistung des Schienengüterverkehrs in Nordamerika betrug in 2019 rund 2,9 Mrd. Tonnenkilometer.[78] Den höchsten Anteil hatte die Gütergruppe Kohle (24,1% der gesamten Waggonladungen, die 2019 rd. 26,7 Mio. Waggonladungen betrug), gefolgt von Chemikalien (12,7%), Nichtmetallische Mineralien (12,7%).[79]

74 Vgl. European Commission, Transport in Figures, 2020.
75 Vgl. United States Department of Transportation, Bureau of Transportation Statistics, U.S Ton-Miles of Freight.
76 Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15 Juni 2020.
77 Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15 Juni 2020.
78 Vgl.OECD (2021), Freight transport (indicator). doi: 10.1787/708eda32-en (Accessed on 29 June 2021).
79 Vgl. Association of American Railroads, Rail Traffic for the Week Ending December 28, 2019. Dieser Anteil berücksichtigt nicht Intermodale Einheiten.

160. Die bisherige und erwartete Schienengüterverkehrsleistung stellt sich in Nordamerika wie folgt dar (indexiert, beginnend ab 2005):[80]



Quelle: SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons - Global Market Trends, 15. Juni 2020

Abbildung 22: Entwicklung und Prognose der Schienengüterverkehrsleistung in Nordamerika

161. Unter Berücksichtigung der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie wird nach einem geschätzten Rückgang der Verkehrsleistung 2020 auf 2.688 Mrd. Tonnenkilometer ein weiteres Wachstum auf 3.142 Mrd. Tonnenkilometer im Jahr 2024 erwartet.[81]

162. Für die ersten 24 Wochen des Jahres 2021 (bis 19 Juni 2021) wurde ein kumuliertes Volumen von rund 5,5 Mio. Waggonladungen und somit ein Anstieg von 8,6 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum verzeichnet. Intermodale Einheiten registrierten einen Anstieg von 18,2 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum.[82]

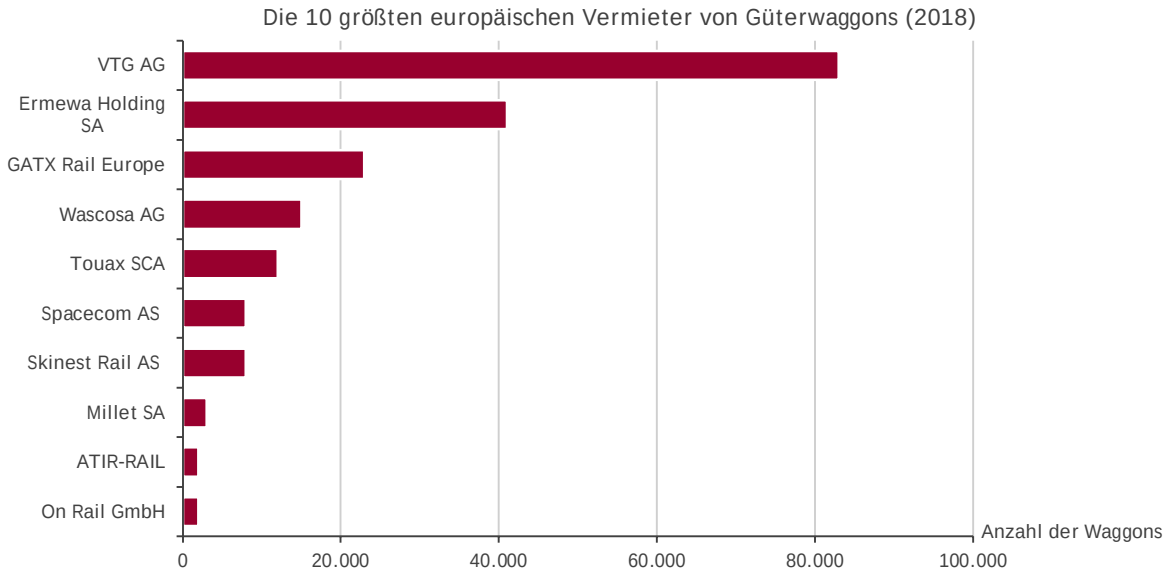
[80] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020; entsprechend spiegeln die Werte ab 2019 Hochrechnungen bzw. Erwartungen wider.

[81] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 2020.

[82] Vgl. Association of American Railroads, Rail Traffic for the Week Ending June 19, 2021.

Wettbewerbsumfeld

163. Durch Übernahme von zwei Dritteln der Nacco/CIT Waggonflotte im Jahr 2018 hat die VTG AG die führende Position im Güterwaggonvermietungsmarkt gefestigt. Die beiden nächstgrößten europäischen Vermieter von Güterwaggons sind die Ermewa Holding SA und die GATX Rail Europe. Daneben gibt es eine Reihe kleinerer Anbieter wie Touax SCA, Wascosa AG (primär als Asset Manager), European Rail Rent GmbH oder On Rail GmbH. Neben diesen Unternehmen mit gemischten Güterwaggonportfolios besitzen einige Unternehmen wie Skinest Rail AS, Spacecom AS oder Millet SA mehrere tausend Kesselwaggons.[83] Die zehn größten Vermieter von Güterwaggons in Europa sind:[84]



Quelle: SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020

Abbildung 23: Die 10 größten europäischen Vermieter von Güterwaggons im Jahr 2018

[83] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.
[84] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.

164. Die wichtigsten Betreiber von Güterwaggons in Europa sind, trotz fortschreitender Privatisierung, die ehemaligen Staatsbahnen, allen voran DB Cargo, PKP Cargo und CFR Marfa. Sie repräsentieren zusammen einen Anteil von einem Drittel an der gesamten betreibereigenen Flotte in Europa:[85]

Quelle: SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020

Abbildung 24: Die 10 größten europäischen Betreiber von Güterwaggons im Jahr 2018

165. Folgende börsennotierte Gesellschaften sind international als Wettbewerber tätig:[86]

166. Die GATX Corporation mit Sitz in Chicago, USA ist eine Leasinggesellschaft für Schienenfahrzeuge mit den Geschäftsbereichen Rail North America, Rail International und Portfolio Management. Der Bereich Rail International unterteilt sich in die GATX Rail Europe und die GATX Rail India. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus rd. 149.000 Waggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die GATX Corporation Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt USD 1.209,2 Mio. Davon erzielte die Unternehmensgruppe USD 934,1 Mio. im Bereich Rail North America, USD 258,1 Mio. im Bereich Rail International und USD 17,0 Mio. im Bereich Portfolio Management.

167. Die Trinity Industries Inc. mit Sitz in Dallas, USA ist ein Produzent und Vermieter von Güterwaggons mit den Geschäftsbereichen Railcar Leasing and Management Services Group, Rail Products Group und All other Group. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus rd. 107.045 Waggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete Trinity Industries Inc. Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt USD 1.999,4 Mio. Davon erzielte die Unternehmensgruppe USD 802,3 Mio. im Bereich Railcar Leasing and Management Services Group, USD 1.609,5 Mio. im Bereich Rail Products Group und USD 251,2 Mio. im Bereich All other.

[85] Vgl. SCI Verkehr GmbH, Freight Wagons – Global Market Trends, 15. Juni 2020.
[86] Das Vorgehen zur Identifikation der Peer Group ist in Tz. 472 ff. erläutert.

168. Die Globaltrans Investment Plc mit Sitz in Moskau, Russland ist eine Leasinggesellschaft für Schienenfahrzeuge mit den Geschäftsbereichen Gondola Cars, Rail Tank Cars und Other Railcars. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus rd. 71.700 Waggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die Globaltrans Investment Plc Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt RUB 68.387,4 Mio. Davon erzielte die Unternehmensgruppe RUB 39.072,4 Mio. im Bereich Gondola Cars, RUB 25.797,5 Mio. im Bereich Rail Tank Cars und RUB 930,2 Mio. im Bereich Other Railcars.

169. PKP Cargo S.A mit Sitz in Warschau, Polen ist ein Logistikkonzern mit den Geschäftsbereichen Rail Transportation Services and Freight Forwarding Services, Intermodal Services Shipping, Terminals, Rail Sidings and Traction, Rolling Stocks Maintenance and Repairs und Reclamation Services. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus 58.453 Waggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschafte PKP Cargo S.A Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt PLN 4,075,6 Mio. Davon erzielte die Gesellschaft PLN 3.258,7 Mio. im Bereich Rail Transportation Services and Freight Forwarding Services.

170. Touax SCA mit Sitz in La Défense, Frankreich ist eine Leasinggesellschaft mit den Geschäftsbereichen Freight Railcars, River Barges und Shipping Containers. Im Bereich Freight Railcars sind die Geschäftsaktivitäten Vermietung, Instandhaltung und der Verkauf Güterwaggons zusammengefasst. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus 11.309 Güterwaggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die TOUAX SCA Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt EUR 161,1 Mio. Davon erzielte die Unternehmensgruppe EUR 58,8 Mio. im Bereich Freight Railcars, EUR 10,8 Mio. im Bereich River Barges und EUR 78,8 Mio. im Bereich Shipping Containers.

171. Die Aves One AG mit Sitz in Hamburg, Deutschland ist ein Bestandshalter von Schienengüterwaggons mit den Geschäftsbereichen Güterwaggon, Wechselbrücken und Container. Die Gesellschaft vermietet ihre Waggons sowohl an Industrieunternehmen als auch an Bahngesellschaften. Das Waggonportfolio besteht zum 31. Dezember 2020 aus rd. 11.000 Waggons. Im Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die Unternehmensgruppe Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt EUR 123,9 Mio. Davon erzielte die Unternehmensgruppe EUR 83,9 Mio. im Segment Güterwaggon und EUR 34,718 Mio. im Segment Container.

172. Die genannten Unternehmen haben wir im Rahmen unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre der VTG AG als Vergleichsunternehmen (Peer Group) im Rahmen der Analyse der Unternehmensplanung der VTG AG[87], zur Beurteilung des Kapitalisierungszinssatzes[88] sowie im Rahmen der vergleichenden Marktbewertung[89] herangezogen.

[87] Vgl. Tz. 281 ff., Tz.292 ff., Tz. 328 ff. sowie Tz. 335 ff.
[88] Vgl. Tz.476 ff.
[89] Vgl. Tz.544 ff.

5. Ertragslage

173. Die Ertragslage der VTG AG stellt sich im Zeitraum von 2018 bis 2020 (Referenzzeitraum) wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung - VTG AG	IST			CAGR
EUR Mio.	2018	2019	2020	2018-2020
Umsatzerlöse	1.072,6	1.220,7	1.218,3	6,6%
Bestandsveränderungen	(3,4)	3,4	(0,9)	(47,3%)
Gesamtleistung	1.069,2	1.224,1	1.217,4	6,7%
Materialaufwand	(464,4)	(454,1)	(456,4)	(0,9%)
Rohertrag	604,8	770,0	761,0	12,2%
Personalaufwand	(112,3)	(122,9)	(128,9)	7,1%
Sonstige betriebliche Erträge	40,5	44,2	48,9	9,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(183,7)	(178,9)	(189,0)	1,4%
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	349,3	512,4	492,0	18,7%
Abschreibungen	(199,9)	(281,5)	(321,9)	26,9%
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	149,4	230,9	170,1	6,7%
Finanzergebnis	(84,5)	(84,3)	(130,5)	24,3%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	64,9	146,6	39,6	(21,9%)
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	(19,4)	(34,4)	(17,7)	(4,6%)
Konzernergebnis	45,5	112,2	21,9	(30,6%)
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*n.a.*
Kennzahlen				
Veränderung Umsatzerlöse p.a.	n.a.	13,8%	(0,2%)	
Veränderung Gesamtleistung p.a.	n.a.	14,5%	(0,5%)	
Kapitalrentabilität (ROCE)	4,9%	6,1%	4,1%	
Kennzahlen in % der Umsatzerlöse				
Materialaufwand	43,3%	37,2%	37,5%	
Rohertrag	56,4%	63,1%	62,5%	
Personalaufwand	10,5%	10,1%	10,6%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,8%	3,6%	4,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,1%	14,7%	15,5%	
EBITDA	32,6%	42,0%	40,4%	
Abschreibungen	18,6%	23,1%	26,4%	
EBIT	13,9%	18,9%	14,0%	
Finanzergebnis	7,9%	6,9%	10,7%	
EBT	6,1%	12,0%	3,3%	
Konzernergebnis	4,2%	9,2%	1,8%	

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 6: Gewinn- und Verlustrechnung

174. Wir folgen der Logik des Bewertungsgutachters, der die Umsatzerlöse der VTG AG nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten in die drei Geschäftsaktivitäten Vermietung von Waggons, Logistikdienstleistungen sowie Sonstige aufgeteilt hat.

175. Im Geschäftsjahr 2020 wurden rund 49,0 % der Umsatzerlöse durch die Vermietung von Waggons, rund 41,9 % durch Erbringung von Logistikdienstleistungen sowie rund 9,0 % durch sonstige Leistungen erwirtschaftet.[90]

176. Im Jahr 2019 konnte die VTG AG die Umsatzerlöse um 13,8 % steigern. Treiber war insbesondere das Vermietungsgeschäft, das von der Erweiterung des Waggonflotte sowie der Nacco Übernahme profitierte. Das Logistikgeschäft konnte durch Neugeschäft zur Umsatzsteigerung beitragen, wobei erheblicher Preisdruck zu verzeichnen war.

177. Im Jahr 2020 konnte die VTG AG trotz der wirtschaftlichen Belastungen in Folge der COVID-19 Pandemie das Umsatzniveau nahezu halten (-0,2 %). Nach einem vielversprechenden Jahresauftakt kam es im weiteren Jahresverlauf zu vermehrten Rückgaben und infolgedessen zu einer weiteren Verringerung der Auslastung[91] (2020: 89,7 %; 2019: 92,3 %). Auch im Jahr 2020 wuchs die VTG AG anorganisch durch die Übernahme der Zelos, spol. s.r.o., Trnava, Slowakei, einem Wartungsbetrieb für die Reparatur, Revision und Modifikation von Eisenbahngüterwaggons, sowie durch Erwerb von 60 % der Anteile an dem Eisenbahnverkehrsunternehmen Carbo Rail s.r.o., Bratislava, Slowakia (inzwischen firmierend unter Retrack Slovakia, s.r.o.). Im Geschäftsbereich Schienenlogistik kam es im Jahr 2020 bedingt durch Verzögerungen und Annullierungen von geplanten Projekten im Vergleich zum Jahr 2019 zu verminderten Umsatzerlösen (-4,1 %).

178. Die Materialaufwandsquote verbesserte sich Referenzeitraum im Wesentlichen rechnungslegungsbedingt von 43,3 % im Jahr 2018 auf 37,5 % im Jahr 2020. Dies ist auf die Anwendung der Leasingbilanzierung nach IFRS 16 ab dem Geschäftsjahr 2019 zurückzuführen, wodurch Leasingaufwendungen nicht als Materialaufwand erfasst werden.[92] Vergleichbare pro forma Werte für das Geschäftsjahr 2018 waren nicht verfügbar.

179. Die Personalaufwandsquote lag im Referenzzeitraum in einer engen Bandbreite von 10,1 % bis 10,6 %, obwohl die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter deutlich stärker anstieg (13,0 % p.a.) als die Umsatzerlöse (6,6 % p.a.). Der Anstieg der Mitarbeiteranzahl resultiert insbesondere aus den Unternehmenserwerben in Osteuropa, die zugleich zu einer Reduktion der durchschnittlichen Personalkosten führten. Neben den laufenden Personalkosten sind im Referenzzeitraum Einmalzahlungen in Zusammenhang mit Personalmaßnahmen im Nachgang von Unternehmenserwerben in Höhe von EUR 6,2 Mio. im Jahr 2018, EUR 3,1 Mio. im Jahr 2019 sowie EUR 0,9 Mio. im Jahr 2020 enthalten.

180. Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Anlagevermögen, staatliche Zuwendungen (u.a. zur Förderung der Umrüstung auf lärmreduzierendes Rollmaterial), Eingänge auf abgeschriebene Forderungen, Wechselkursgewinne, Erträge aus Materialverkäufen, Erträge aus Versicherungsentschädigungen sowie Beteiligungserträge. Das Verhältnis

90 Vgl. Tz. 190 ff.

91 Die Auslastungsquote wurde auf Basis der gesamten Waggonflotte der VTG AG bestimmt.

92 Leasingverhältnisse werden durch Aktivierung der Nutzungsrechte sowie Passivierung der korrespondierenden Leasingverbindlichkeiten in der Bilanz erfasst. Entsprechend sind lediglich die Abschreibungen und Zinsaufwendungen erfolgswirksam.

der sonstigen betrieblichen Erträge zu den Umsatzerlösen lag im Referenzzeitraum in einer vergleichsweise engen Bandbreite zwischen 3,6 % und 4,0 %, wobei die Erträge sowohl der Höhe als auch dem Grunde nach teils keinen wiederkehrenden Charakter aufweisen.[93]

181. Innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge sind die Beteiligungserträge aus den Gemeinschaftsunternehmen Waggon Holding AG, Zug, der Schanghai COSCO VTG Tanktainer Co., Shanghai, der AXBENET s.r.o, Trnava, der Holdinggesellschaft AAE Wagon a.s., Bratislava sowie der PRIO SA, Crissier ausgewiesen.

182. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen, Aufwendungen für Reparaturen und Betriebsmittelbedarf, Beratungskosten, EDV-Kosten, Wechselkursverluste, sonstige Sach- und Personalkosten sowie Aufwendungen für die Regulierung von Waggonschäden. Ebenso wie die sonstigen betrieblichen Erträge haben die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowohl der Höhe als auch dem Grunde nach teils keinen wiederkehrenden Charakter.[94] Die Aufwandsquote liegt in einer Größenordnung von 14,7 % bis 17,1 % der Umsatzerlöse und ist u.a. durch die Umrüstung auf lärmreduzierende Rollmaterialien bzw. Bremsen sowie erhöhten Beratungsaufwand in Zusammenhang mit Unternehmenserwerben sowie dem Übernahmeangebot durch Warwick geprägt.

183. Die VTG AG konnte die EBITDA-Marge im Referenzzeitraum von 32,6 % auf 40,4 % in dem durch die COVID-19 Pandemie belasteten Jahr 2020 steigern (2019: 42,0 %). In absoluten Zahlen waren die wesentlichen Ergebnistreiber die Nacco Übernahme (EUR 65,9 Mio.) sowie die erstmalige Anwendung des Bilanzierungsstandards IFRS 16 (EUR 63,8 Mio.).

184. Die Abschreibungen betreffen im Wesentlichen die Waggonflotte und die Nutzungsrechte aus Leasingverträgen, daneben auch immaterielle Vermögenswerte, technische Anlagen und Maschinen, Container und Chassis, andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie Bauten. Der Anstieg der Abschreibungen von 2018 auf 2019 um EUR 81,6 Mio. resultiert im Wesentlichen aus der erstmaligen Anwendung des Rechnungslegungsstandards IFRS 16 (EUR 51,6 Mio.) sowie aus der Erweiterung der Waggonflotte. Im Jahr 2020 musste die nordamerikanische Waggonflotte außerplanmäßig abgeschrieben werden (EUR 23,0 Mio.). Die Nutzungsdauern der Waggons sind typabhängig und reichen von 32 bis 42 Jahren.[95]

185. Die Finanzierungserträge resultieren im Wesentlichen aus der Bewertung von Finanzderivaten.

186. Die VTG AG hat im Jahr 2020 die Refinanzierung der Kapitalstruktur des VTG Konzerns abgeschlossen. Die Refinanzierung in Höhe von EUR 2,9 Mrd. umfasst auch Kreditlinien zur Finanzierung der weiteren Investitionspläne der VTG AG. Im Zuge der Refinanzierung hat Standard & Poor's der VTG AG ein Investment Grade Rating von BBB (bei stabilem Ausblick) erteilt. Aufgrund des Niedrigzinsumfelds im Jahr 2020 sowie der verbesserten Bonität konnten günstigere Finanzierungskonditionen vereinbart werden. Die Finanzierungsaufwendungen haben sich im Jahr 2020 zunächst aufgrund

93 Vgl. Ergebnisbereinigung Tz. 244 ff.
94 Vgl. Ergebnisbereinigung Tz. 244 ff.
95 Vgl. Konzernabschluss der VTG AG zum 31. Dezember 2020, Angabe zu Nutzungsdauern, S.13.

von Vorfälligkeitsentschädigungen und einmaliger Kosten für eine Übergangsfinanzierung auf EUR 132,1 Mio. erhöht.

187. Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag umfassen neben den laufenden auch latente Steueraufwendungen bzw. -entlastungen. Der effektive Steuersatz, bezogen auf die laufenden Ertragsteuern, betrug 30,0 % im Jahr 2018, 23,4 % im Jahr 2019 sowie 44,7 % im Jahr 2020. Die Höhe des effektiven Steuersatzes, bezogen auf die laufenden Steueraufwendungen, ist insbesondere auf die Nutzung steuerlicher Verlustvorträge, unterschiedliche lokale Steuersätze sowie auf nicht abzugsfähigen Aufwendungen im Jahr 2020, insbesondere aus der Refinanzierung sowie aus der Buchwertabschreibung der VTG Schweiz GmbH und der VTG North America, Inc. zurückzuführen.

188. Das Konzernergebnis der VTG AG entwickelte sich relativ volatil, wobei insbesondere der Rückgang im Jahr 2020 auf nicht wiederkehrende Effekte - neben den Auswirkungen der COVID-19 Pandemie - auf außerplanmäßige Abschreibungen der nordamerikanischen Waggonflotte sowie einmalige Aufwendungen in Zusammenhang mit der Refinanzierung zurückzuführen ist.

189. Im Folgenden erläutern wir die Entwicklung der Umsatzerlöse der Gesellschaft differenziert nach Geschäftsaktivitäten Vermietung, Logistik sowie Sonstige.

Vermietung

190. Das Vermietungsgeschäft der VTG AG erfolgt im Wesentlichen über den Geschäftsbereich Waggonvermietung und in geringem Umfang über den Geschäftsbereich Tanktainer.[96]

191. Die nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse aus Vermietung sowie die durchschnittliche Auslastung der Waggons:

Umsatzerlöse	IST		
VTG AG - Vermietung	2018	2019	2020
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	519,6	616,9	597,3
Ø Auslastung [%]	91,3	91,0	89,2

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 7: Umsatzerlöse Vermietungsgeschäft

192. Die Nacco Übernahme führte zu einer Erweiterung der Waggonflotte der VTG AG um rd. 11.000 Waggons auf rd. 94.000 Waggons. Umsatzseitig macht sich die Erweiterung des Waggonportfolios insbesondere bei den Umsatzerlösen aus Vermietung im Jahr 2019 bemerkbar. Das Umsatzwachstum wurde dabei überwiegend in Europa, aber auch in geringerem Ausmaß in Großbritannien, Nordamerika und Russland erwirtschaftet.

193. Im Jahr 2020 sind die Umsatzerlöse aus Vermietung im Vergleich zum Jahr 2019 um EUR 19,6 Mio. gesunken.

[96] Vgl. Tz. 83.

194. In Folge der COVID-19 Pandemie haben erhöhte Rückgaben nach Auslaufen der Mietverträge zu einer Verringerung der Auslastung, sowie im Rahmen der notwendigen Rückführung auch zu höheren Transportkosten und damit zu einer geringeren Profitabilität geführt.

195. Die Umsatzerlöse aus Vermietung haben sich mit Ausnahme von Großbritannien in allen Regionen verringert. Im Geschäftsfeld Rail UK sind die Umsatzerlöse jedoch nur sehr geringfügig gestiegen und befinden sich nahezu auf dem Niveau von 2019

196. Im Geschäftsfeld Rail Russia führte die Umstellung von Kundenverträgen, bei denen die Kunden die Instandhaltungskosten übernehmen (sogenannter Dry-Lease) zu niedrigeren Umsatzerlösen, aber auch in vergleichbarer Höhe zu niedrigeren Materialaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Dies führte in Russland zu einer Verbesserung der Profitabilität. Zudem konnten durch den Verkauf von Waggons Erträge in Höhe von EUR 1,8 Mio. erzielt werden. Die Waggonauslastung hielt sich auf einem konstant hohen Niveau, wobei die Waggonflotte durch die Verkäufe etwas verkleinert wurde. Zudem konnte pandemiebedingt nur ein geringerer durchschnittlicher Mietpreis erzielt werden.

197. In Nordamerika führte der Rückgang der Auslastung sowie des durchschnittlichen Mietpreises im Jahr 2020 zu einem Rückgang der Umsatzerlöse. Die Profitabilität konnte trotz spürbarer Auswirkungen der COVID-19 Pandemie leicht verbessert werden. Hintergrund hierfür waren geringere Reparaturkosten, da vermietete Waggons nicht gefahren sind.

Logistik

198. Das Logistikgeschäft erfolgt im Wesentlichen über den Geschäftsbereich Schienenlogistik, der die Geschäftsfelder Rail Logistics, Silk Road & Project Logistics umfasst, sowie durch den Geschäftsbereich Tanktainer.[97] Nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse des Logistikgeschäfts:

Umsatzerlöse	IST		
VTG AG - Logistik	2018	2019	2020
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	489,4	532,9	511,0

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 8: Umsatzerlöse Logistik

199. Im Jahr 2020 sind die Umsatzerlöse aus der Erbringung von Logistikdienstleistungen um EUR 21,9 Mio. gesunken, da der Bereich stark von der COVID-19 Pandemie betroffen war, welche sich auf das Logistikgeschäft insbesondere durch annullierte oder verzögerte Projekte negativ ausgewirkt.

[97] Vgl. Tz. 82.

Sonstige

200. Nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse aus Geschäftsaktivitäten, die weder der Vermietung noch der Logistik zugeordnet werden können:

Umsatzerlöse	IST		
VTG AG - Sonstige	2018	2019	2020
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	63,5	70,9	110,0

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 9: Umsatzerlöse Sonstige

201. Die sonstigen Umsatzerlöse umfassen insbesondere die Umsatzerlöse der Reparatur- und Instandhaltungswerkstätten sowie Weiterbelastungen, z.B. aufgrund frühzeitiger Rückgaben von gemieteten Waggons. Im Jahr 2020 sind die sonstigen Umsatzerlöse u.a. in Folge frühzeitiger Rückgaben um EUR 39,1 Mio. gestiegen.

6. Vermögenslage

202. Die Aktiva der VTG AG stellen sich zu den Bilanzstichtagen zum 31. Dezember 2018, 2019 und 2020 auf Grundlage der nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) erstellten Konzernabschlüsse wie folgt dar:

Aktiva - VTG AG	IST		
EUR Mio.	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Anlagevermögen	3.524,3	4.206,4	4.125,2
Immaterielle Vermögenswerte	589,3	584,1	580,2
Sachanlagen	2.819,3	3.502,7	3.437,8
Finanzanlagen	115,8	119,6	107,2
Umlaufvermögen	381,4	484,5	518,7
Vorräte	46,5	75,8	87,0
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	208,9	246,9	198,5
Liquide Mittel	84,1	57,4	129,4
Ertragsteueransprüche	41,9	104,4	103,7
Bilanzsumme Aktiva	3.905,8	4.691,0	4.643,8

Quelle: Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 10: Bilanz (Aktiva)

203. Die VTG AG betreibt ein anlagenintensives Geschäft, das in der jüngeren Vergangenheit durch Akquisitionen erweitert wurde. Entsprechend sind die Aktiva geprägt durch das Anlagevermögen (zum 31. Dezember 2020: 88,8 % der Bilanzsumme). Die größten Posten des Anlagevermögens wiederum sind die Sachanlagen (zum 31. Dezember 2020: 83,3 % des Anlagevermögens), die insbesondere die Waggonflotte und Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen umfassen, sowie die immateriellen Vermögenswerte (zum 31. Dezember 2020: 14,1 % des Anlagevermögens).

204. Die Erhöhung der Sachanlagen zum 31. Dezember 2019 resultiert zum einen aus Investitionen in die Waggonflotte und zum anderen aus der Aktivierung der Nutzungsrechte für geleaste Waggons,

Lokomotiven und Tankcontainer im Rahmen der erstmaligen Anwendung der Leasingbilanzierung nach IFRS 16. Aufgrund der zurückhaltenden Investitionstätigkeit im Jahr 2020 verminderten sich die Sachanlagen zum 31. Dezember 2020 leicht.

205. Die immateriellen Vermögenswerte setzen sich zusammen aus den Geschäfts- und Firmenwerten sowie aus den sonstigen immateriellen Vermögenswerten.

206. Die Geschäfts- und Firmenwerte stammen neben der Erstkonsolidierung im Jahr 2005 aus Unternehmenserwerben, insbesondere aus dem Erwerb der AAE Ahaus-Alstätter Eisenbahn Holding AG (AAE Gruppe) im Jahr 2015, der Nacco Übernahme im Jahr 2018 sowie dem Erwerb der Zelos spol. s.r.o. im Jahr 2020. Die Geschäfts- und Firmenwerte betragen zum 31. Dezember 2020 EUR 488,5 Mio. und sind überwiegend dem Geschäftsbereich Waggonvermietung zuzuordnen.

207. Die sonstigen immateriellen Vermögenswerte umfassen zum 31. Dezember 2020 insbesondere Kundenbeziehungen in Höhe von EUR 67,3 Mio., Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und Lizenzen in Höhe von EUR 11,7 Mio. sowie Rechte an den Marken „VTG“ und „NACCO“ in Höhe von EUR 9,6 Mio.

208. Die Finanzanlagen beinhalten nach der Equity-Methode bilanzierte Unternehmen, derivative Finanzinstrumente sowie sonstige finanzielle Vermögenswerte und sonstige Finanzanlagen.

209. Bei den nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen (zum 31. Dezember 2020 EUR 47,3 Mio.) handelt es sich um die fünf Gemeinschaftsunternehmen Waggon Holding AG, Zug/Schweiz, Shanghai Cosco VTG Tanktainer Co., Ltd., Shanghai/China, AXBENET s.r.o., Trnava/Slowakei, AAE Wagon a.s., Bratislava/Slowakei, an denen die VTG AG jeweils 50 % hält, sowie die PRIO SA, Crissier/Schweiz (Anteil der VTG AG: 45 %). Die Finanzkennzahlen der Gemeinschaftsunternehmen stellen sich wie folgt dar:

Beteiligungsunternehmen - VTG AG	Waggon Holding		Shanghai Cosco		AXBENET		AAE Waggon		PRIO	
EUR Mio.	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020
Beteiligungsquote	50%		50%		50%		50%		45%	
Vermögenswerte	5,6	5,5	10,5	12,2	70,9	74,3	27,2	30,8	53,7	119,5
Schulden	-	-	3,9	5,0	54,6	55,7	7,5	7,5	52,3	118,0
Erlöse	4,4	4,5	15,5	18,6	24,4	25,0	5,9	4,4	1,1	8,2
Jahresüberschuss	4,3	4,4	0,8	0,6	1,2	2,2	5,6	4,1	(0,1)	1,4
Gesamtergebnis	4,3	4,4	0,8	0,6	1,2	2,2	5,8	4,1	(0,1)	0,3

Quelle: Management Informationen

* Einzelabschluss

Tabelle 11: Beteiligungsunternehmen VTG AG

210. Die Passiva der VTG AG stellen sich zu den Bilanzstichtagen zum 31. Dezember 2018, 2019 und 2020 auf Grundlage der nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) erstellten Konzernabschlüsse wie folgt dar:

Passiva - VTG AG	IST		
EUR Mio.	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	1.055,6	908,3	655,2
Sonstige Rückstellungen	63,4	60,1	67,6
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.343,4	3.247,4	3.466,8
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	443,5	475,1	454,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	153,9	170,3	156,9
Sonstige Verbindlichkeiten	21,0	15,2	18,8
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	14,9	12,1	12,6
Ertragsteuerschulden	253,7	277,5	265,9
Bilanzsumme Passiva	3.905,8	4.691,0	4.643,8

Quelle: Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 12: Bilanz (Passiva)

211. Die Entwicklung der Passiva ist im Referenzeitraum insbesondere durch die langfristige Refinanzierung im Jahr 2020 sowie die erstmalige Anwendung des Rechnungslegungsstandards zur Leasingbilanzierung IFRS 16 geprägt. Im Folgenden werden wesentliche Passiva und Veränderungen beschrieben.

212. Das Eigenkapital umfasst das gezeichnete Kapital, die Gewinnrücklagen, die Währungsänderungsrücklage sowie bis zum 31. Dezember 2019 Anteile der Hybridkapitalgeber, die im Rahmen der Neustrukturierung der Refinanzierung im Jahr 2020 vollständig zurückgezahlt wurden, sowie den Anteil der nicht beherrschenden Gesellschafter. Die Minderheitsgesellschafter sind zu je 40,0 % an der Retrack Slovakia s.z.o, Bratislava/Slowakei und an der Retrack Czech s.r.o, Prag/Tschechien beteiligt.

213. Die sonstigen Rückstellungen betreffen Personalkosten, betriebstypische Risiken, im Wesentlichen im Zusammenhang mit der Waggonflotte und den Reparaturwerken sowie übrige Rückstellungen, insbesondere für Verpflichtungen aus Schäden.

214. Die verzinslichen Verbindlichkeiten beinhalten Finanzschulden, insbesondere Konsortialkredite, Privatplatzierungen, Projektfinanzierungen, weitere Kreditlinien, Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen, derivative Finanzinstrumente sowie Pensionsrückstellungen.

215. Die Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2020 im Vergleich zum Vorjahr resultiert aus der im Jahr 2020 abgeschlossenen Refinanzierung. Die bestehenden Konsortialkredite, Bankkredite und Privatplatzierungen sowie eine Hybridanleihe wurden im Wesentlichen zurückgezahlt. Die Refinanzierung umfasst mittel- bis langfristige Konsortialfinanzierungen sowie langfristige Privatplatzierungen mit einer Laufzeit von bis zu 20 Jahren sowie Kreditlinien. Das gesamte Finanzierungsvolumen beträgt EUR 2,9 Mrd. Die bestehenden Projektfinanzierungen in Russland und USA waren nicht Gegenstand der Refinanzierung.

216. Die Pensionsrückstellungen betreffen zum überwiegenden Teil Rückstellungen für nicht fondsfinanzierte Versorgungansprüche. Der Anstieg der Pensionsrückstellungen zum 31. Dezember 2019 ist großteils auf veränderte versicherungsmathematische Annahmen zurückzuführen.

217. Aufgrund der erstmaligen Anwendung des Standards zur Leasingbilanzierung IFRS 16 wurden zum 31. Dezember 2019 aus Leasingverhältnissen resultierende Nutzungsrechte in Höhe von EUR 506,6 Mio. aktiviert sowie korrespondierende Leasingverbindlichkeiten in Höhe von EUR 503,2 Mio. passiviert.

218. Die passivierten derivativen Finanzinstrumente betreffen zum überwiegenden Teil Zinssicherungsgeschäfte in Form von Swaps, durch die variable Zinskonditionen fixiert werden.

219. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten umfassen neben Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen insbesondere Ertragsteuerschulden.

220. Bei den Ertragsteuerschulden handelt es sich überwiegend um passive latente Steuern, die insbesondere aufgrund des Unterschieds zwischen den handels- und steuerbilanziellen Buchwerten der Waggonflotte gebildet wurden. Die laufenden Ertragsteuerschulden betragen zum 31. Dezember 2020 EUR 40,1 Mio.

ii. Bewertungsstichtag

221. Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien gefasst werden soll. Die außerordentliche Hauptversammlung der VTG AG ist für den 22. September 2021 vorgesehen.

222. Als technischer Bewertungsstichtag wurde vom Bewertungsgutachter der 31. Dezember 2020 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten ausschüttungsfähigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag diskontiert und anschließend auf den 22. September 2021 mit dem maßgeblichen Kapitalisierungszinssatz aufgezinst. Diese Vorgehensweise ist sachgerecht.

iii. Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse

1. Unternehmensplanung

i) Beurteilung der Plausibilität gemäß IDW Praxishinweis 2/2017

223. Gemäß IDW S1 ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter hinsichtlich ihrer Plausibilität zu beurteilen. Für die Beurteilung der Plausibilität einer Planungsrechnung sind gemäß des IDW Praxishinweises 2/2017[98] „Beurteilung einer Unternehmenspla-

[98] Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, IDW Life 2017, S. 965 ff.

nung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion“ (IDW PH 2/2017) Analysen zur rechnerischen und formellen Plausibilität, zur materiellen internen Plausibilität und zur materiellen externen Plausibilität erforderlich.

224. Unsere Prüfung zur rechnerischen und formellen Plausibilität erfolgte im Rahmen eigenständiger Analysen der bewertungsrelevanten Planungsrechnung der VTG AG. Ebenso haben wir die Anpassungen der Planungsrechnung[99] durch den Bewertungsgutachter sowie die vom Bewertungsgutachter entwickelte Planung für die Fortführungsphase analysiert.[100]

225. Unsere Beurteilung der materiellen internen Plausibilität basiert auf der vom Bewertungsgutachter sowie der zusätzlich von uns eigenständig vorgenommenen Unternehmensanalyse einschließlich einer Vergangenheitsanalyse. Ziel ist dabei die Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung, der Teilpläne und der zugrundeliegenden Annahmen bezüglich der tatsächlichen Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2020, der daraus ableitbaren Potentiale für die wirtschaftliche Entwicklung und der Unternehmensstrategie.

226. Unsere Beurteilung der materiellen externen Plausibilisierung basiert auf der vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Marktanalyse bzw. Analyse der Wettbewerber sowie auf unseren Erkenntnissen aus der eigenständigen Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds.

227. Wir haben entsprechend dem IDW PH 2/2017 die Planungssystematik nachvollzogen und in Stichproben auf Konsistenz in zeitlicher Hinsicht, im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Plan-Bilanz sowie die Konsistenz zwischen den Detailplänen geprüft.

j) Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

228. Die Vorgehensweise zur Erstellung der Planungsrechnung der VTG AG im Rahmen des regulären Planungsprozesses wurde vom Bewertungsgutachter umfassend und im Einklang mit den Erkenntnissen aus unserer eigenständigen Prozessaufnahme dargelegt. Wir verweisen an dieser Stelle auf die Erläuterungen zur Vorgehensweise im regulären Planungsprozess in der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust.[101]

229. Die letzte aus dem regulären Planungsprozess stammende Planungsrechnung der VTG AG wurde im Jahr 2020 im Rahmen eines mehrstufigen „Top-Down/Bottom-Up“-Ansatzes erstellt. Das zugrundeliegende Planungsmodell, das zur Unternehmenssteuerung genutzt wird, umfasst einen Zeitraum von drei Jahren. Die Planung für das Jahr 2021 einschließlich Planungsfortschreibung bis 2023 war Gegenstand der Gremienbefassung.

[99] Vgl.Tz. 240.
[100] Vgl. Tz. 358 ff.
[101] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 97 ff.

230. Der Vorstand der VTG AG hat die aus dem regulären Planungsprozess stammende Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023 („November-Planung") am 24. November 2020 dem Aufsichtsrat vorgestellt. Der Aufsichtsrat hat das Budget 2021 sowie die Investitionsplanung in der Sitzung vom 24. November 2020 genehmigt.

231. Aufgrund des zeitlichen Abstands zwischen Verabschiedung der Planungsrechnung im November 2020 und dem Bewertungsstichtag sowie aufgrund des zwischenzeitlich vom Vorstand der VTG AG initiierten und zusammen mit einem Strategieberatungsunternehmen erarbeiteten strategischen Reviews, wurde die November-Planung im ersten Halbjahr 2021 von der VTG AG aktualisiert. Die aktualisierte Planungsrechnung umfasst die Jahre 2021 bis 2023 und wurde von der VTG AG um eine strategische Fortschreibung der Planung für die Jahre 2024 und 2025 ergänzt, um die Ergebniseffekte des strategischen Reviews vollständig abzubilden.

232. Die aktualisierte Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023 war Gegenstand der Vorstandssitzung vom 21. Juni 2021. Am 1. Juli 2021 wurde die aktualisierte Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023 vom Vorstand beschlossen und anschließend dem Aufsichtsrat zur Genehmigung vorgelegt. Zu der strategischen Fortschreibung hat der Vorstand die wesentlichen Steuerungsgrößen Umsatzerlöse, EBITDA, EBIT und Investitionen auf Konzernebene für die Jahre 2024 und 2025 ebenfalls am 1. Juli 2021 zur Kenntnis genommen. Der Aufsichtsrat hat die aktualisierte Planung für die Jahre 2021 bis 2023 am 1. Juli 2021 zur Kenntnis genommen und genehmigt.

233. Die wesentlichen Anpassungen im Rahmen der Aktualisierung umfassen insbesondere die folgenden Sachverhalte:

- Berücksichtigung der tatsächlichen Geschäftsentwicklung bis zum 31. März 2021
- Abbildung beabsichtigter Desinvestitionen, insbesondere des Nordamerika-Geschäfts
- Einbezug der Initiativen aus dem strategischen Review
- Ansatz weiterer Ergebnissteigerungspotentiale

Im Rahmen des strategischen Reviews wurde das Geschäftsmodell der VTG AG, insbesondere das Kerngeschäft Rail Europe sowie Zentralfunktionen, überprüft, um Umsatzsteigerungs- und Kosteneinsparungspotentiale zu identifizieren, die Ergebniseffekte zu bestimmen und in der Planungsrechnung abzubilden.

234. Darüber hinaus hat der Vorstand in Zusammenarbeit mit dem gleichen Strategieberatungsunternehmen weitere Ergebnissteigerungspotentiale identifiziert, ohne die konkreten Maßnahmen zur Erreichung bisher erarbeitet zu haben. Die Ergebnissteigerungspotentiale sind in der aktualisierten Planungsrechnung der Jahre 2021 bis 2023 sowie der strategischen Planungsfortschreibung für die Jahre 2024 und 2025 ergebniserhöhend als pauschale „Ambitionierungen" in den Jahren 2023 bis 2025 erfasst. Die strategische Planungsfortschreibung erfolgte durch die VTG AG auf Basis wesentlicher Leistungsindikatoren.

235. Die aktualisierte Planungsrechnung weist ab dem Planjahr 2022 ein höheres EBITDA sowie EBIT aus als die November-Planung aus, obwohl das Nordamerika-Geschäft aufgrund der bestehenden Verkaufsabsicht in der aktualisierten Planungsrechnung nicht mehr enthalten ist.

236. Die Planungsrechnung erfolgt auf Konzernebene in Anlehnung an die internationalen Rechnungslegungsstandards International Financial Reporting Standards (IFRS). Sie umfasst die VTG AG sowie die wesentlichen Tochtergesellschaften.

237. Nicht enthalten sind die nicht konsolidierten Unternehmen VTG Nakliyat Lojistik Kiralama Limited Sirketi, VTG Missionline Tanktainer do Brasil Ltda, VTG Tanktainer Asia Pte Ltd., VTG Tanktainer Finland Oy und VTG Tanktainer North America, Inc., die Gesellschaften AWILOG Transport GmbH, Kombi-Verkehr GmbH & Co. KG, SEGUR SARL, SIMAD Société Immobilière de la Madeleine und Steeltrack S.A. Das Nordamerika-Geschäft, dessen Veräußerungsprozess im Jahr 2021 angestoßen wurde und bis zum Bewertungsstichtag abgeschlossen sein soll, ist in der verabschiedeten Planungsrechnung ab dem Jahr 2022 nicht mehr enthalten.

238. Die Planungsrechnung besteht aus der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Finanzierungsplanung, der Investitions- und Abschreibungsplanung sowie der Bilanzplanung.

239. Die Bewertung von ValueTrust basiert auf der aktualisierten Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023 der VTG AG sowie der strategischen Planungsfortschreibung für die Jahre 2024 und 2025 der VTG AG (zusammen „bewertungsrelevante Planungsrechnung“ oder „Planung für die Jahre 2021 bis 2025“), insbesondere um die durch den strategischen Review identifizierten Ergebnissteigerungseffekte sowie die weiteren Ambitionierungen vollständig abzubilden. In der bewertungsrelevanten Planungsrechnung ist das Nordamerika-Geschäft in keinem Planjahr berücksichtigt, da eine gesonderte Bewertung des Nordamerika-Geschäfts durch den Bewertungsgutachter erfolgte.

240. Für Bewertungszwecke hat der Bewertungsgutachter die folgenden Anpassungen vorgenommen:[102]

- die Planung der Finanzmittel unter Berücksichtigung der operativen Mindestliquidität in Höhe von EUR 50 Mio.
- die Ermittlung des Finanzergebnisses unter Berücksichtigung der bestehenden Konditionen sowie
- die Ermittlung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag in Folge der benannten Anpassungen sowie zur Abbildung der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge.

241. Zur vollständigen Erfassung des Bewertungsobjekts hat der Bewertungsgutachter die nicht in der bewertungsrelevanten Planungsrechnung berücksichtigten Tochterunternehmen und Beteiligungen der VTG AG sowie das Nordamerika-Geschäft gesondert bewertet. Zudem wurde für zwei potentielle Unternehmensakquisitionen, bei denen sich die VTG AG bereits in Verhandlungen befindet,

[102] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 124 ff. u. S. 173.

der erwartete Wertbeitrag als Sonderwert abgebildet. Die Akquisitionsbemühungen betreffen eine Gesellschaft in Osteuropa sowie eine in Österreich.

2. Vergangenheitsanalyse

242. Die Analyse der Geschäftsentwicklung der VTG AG in den Jahren 2018 bis 2020 dient der Identifikation der daraus ableitbaren Potentiale für die künftige wirtschaftliche Entwicklung der VTG AG und damit als erste Orientierung für die Plausibilisierung der bewertungsrelevanten Planungsrechnung.

243. Hierfür standen uns insbesondere die geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahres- und Konzernabschlüsse der VTG AG der Geschäftsjahre 2018, 2019 und 2020 zur Verfügung.

Ergebnisbereinigung

244. Das Bewertungsgutachten setzt auf einer bereinigten Ertragslage auf. Die Bereinigungen sind im Bewertungsgutachten als „Bereinigungen der historischen Ertragslage“ bezeichnet, tabellarisch dargestellt und erläutert.[103]

245. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Entwicklung der Vergangenheit mit den Planzahlen zu gewährleisten, ist es in der Bewertungspraxis üblich, eine Normalisierung der Ertragslage der jüngeren Vergangenheit vorzunehmen.

246. Der Bewertungsgutachter hat neben einmaligen Geschäftsvorfällen auch das gesamte Nordamerika-Geschäft bereinigt, dessen Verkauf bereits initiiert ist. Hierdurch wird ein aussagekräftigerer Zeitreihenvergleich der im Referenzzeitraum realisierten Ertragslage mit der bewertungsrelevanten Planung ermöglicht, die das Nordamerika-Geschäft aufgrund des initiierten Verkaufs nicht enthält.[104]

247. Die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen sind in der nachstehenden Tabelle zusammengefasst. Ergänzend haben wir das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) sowohl vor als auch nach Berücksichtigung dieser Bereinigungen angegeben. Dabei haben wir nach den Effekten aus der Bereinigung von einmaligen Geschäftsvorfällen und den Bereinigungen des Nordamerika-Geschäfts unterschieden.

[103] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 65 ff.
[104] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 65 ff.

Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse	Bereinigung		
EUR Mio.	2018	2019	2020
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	149,4	230,9	170,1
Bereinigung			
(1) Covid-19 Effekte			0,9
(2) Transaktions- und Integrationskosten für Nacco	18,8	-	-
(3) Gezahlte Abfindungen	-	2,6	-
(4) Refinanzierungsberatung	-	0,4	1,5
(5) Übernahmeangebot durch Warwick	6,8	-	-
(6) M&A Projekte	-	1,1	1,8
(7) Strategieberatung	-	0,6	5,4
(8) Delisting	-	0,5	-
(9) Strategieprojekt	-	2,2	-
(10) Versicherungsentschädigung	-	-	4,6
(11) Versicherungsentschädigung	-	-	(4,6)
(12) Verkauf von Wagen der Nacco an die AVES One	-	(2,1)	-
(13) Auflösung der Steuerrückstellungen	-	(6,8)	-
(14) Sonderabschreibungen im Rahmen der Nacco Übernahme	0,6	0,3	-
Eliminierung des Nordamerika-Geschäft			
(15) Umsatzerlöse	(22,7)	(26,7)	(22,5)
(16) Materialaufwand	0,9	2,5	1,4
(17) Personalaufwand	2,2	2,3	2,4
(18) Sonstige betriebliche Erträge	(0,4)	(0,2)	(0,3)
(19) Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,9	7,5	5,9
(20) Wertminderung der Waggonflotte	-	-	23,0
(21) Abschreibung	5,6	6,2	5,8
Summe Bereinigung der EBIT	17,7	(9,6)	25,3
EBIT nach Bereinigung	167,1	221,3	195,4

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 13: Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse

248. Den Bereinigungen der einmaligen bzw. nicht regelmäßig wiederkehrenden, periodenfremden sowie außerordentlichen Geschäftsvorfälle liegen die folgenden Sachverhalte zugrunde.

249. Im Jahr 2018 hat der Bewertungsgutachter Transaktions- und Integrationskosten im Zusammenhang mit der Nacco Übernahme (EUR 18,8 Mio.) sowie Aufwendungen in Verbindung mit dem Übernahmeangebot durch Warwick (EUR 6,8 Mio.) innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie außerplanmäßige Abschreibungen (EUR 0,6 Mio.) bereinigt.

250. Im Jahr 2019 beträgt die Normalisierung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen EUR 4,8 Mio. und umfasst Aufwendungen für Beratungsleistungen, die Umsetzung strategischer Vorhaben, M&A Projekte sowie für das Delisting. Innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge wurde der Ertrag aus der Auflösung von Steuerrückstellungen (EUR 6,8 Mio.) sowie der Veräußerungsgewinn aus dem in Folge der Nacco Übernahme kartellrechtlich gebotenen Verkauf von Waggons (EUR 2,1 Mio.) eli-

miniert. Zudem wurden außerplanmäßige Abschreibungen im Zusammenhang mit der Nacco Übernahme normalisiert (EUR 0,3 Mio.). Innerhalb der Personalaufwendungen wurden EUR 2,6 Mio. für gezahlte Abfindungen bereinigt.

251. Im Jahr 2020 beinhalten die Bereinigungen Aufwendungen für Beratungsleistungen für die Refinanzierung (EUR 1,5 Mio.), für die Umsetzung eines laufenden strategischen Projektes, für M&A Projekte (EUR 1,8 Mio.) sowie für Masken sowie IT-Ausstattung vor dem Hintergrund der COVID-19 Pandemie. Darüber hinaus wurden Aufwendungen im Zusammenhang mit einem Brandschaden sowie korrespondierende Versicherungsentschädigung innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bzw. sonstigen betrieblichen Erträge bereinigt (EUR 4,6 Mio.).

252. Wir haben die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen auf Basis der Berichte über die Prüfung der Jahres- und Konzernabschlüsse sowie weiterer uns ergänzend von der VTG AG zur Verfügung gestellter Informationen und Auskünfte inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

253. Weitere wesentliche ergebniswirksame Sachverhalte, die zur besseren Vergleichbarkeit der realisierten Geschäftsentwicklung mit der Planungsrechnung zu bereinigen wären, haben wir nicht identifiziert.

254. Die normalisierte Ertragslage der VTG AG stellt sich in den Jahren 2018 bis 2020 wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung - VTG AG	IST (bereinigt)		
EUR Mio.	2018	2019	2020
Umsatzerlöse	1.049,9	1.194,0	1.195,8
Bestandsveränderungen	(3,4)	3,4	(0,9)
Gesamtleistung	1.046,5	1.197,4	1.194,9
Materialaufwand	(463,5)	(451,6)	(455,0)
Rohertrag	583,0	745,8	739,9
Personalaufwand	(110,1)	(118,0)	(126,5)
Sonstige betriebliche Erträge	40,1	41,9	44,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(152,2)	(173,4)	(168,9)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	360,8	496,3	488,4
Abschreibungen	(193,7)	(275,1)	(293,1)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	167,1	221,3	195,4

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 14: Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2018 bis 2020- bereinigt

Bereinigung der historischen Vermögenslage

255. Der Bewertungsgutachter hat die Bilanz zum 31. Dezember 2020 um das Nordamerika-Geschäft bereinigt.

256. Hierzu hat er die Bilanz um sämtliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die dem Nordamerika-Geschäft zuzuordnen sind (Teilkonzerns VTG North America, Inc.) zum 31. Dezember 2020 gekürzt.

257. Die Bilanzen zum 31. Dezember 2018 sowie 31. Dezember 2019 wurden vom Bewertungsgutachter nicht bereinigt. Dies ist sachgerecht. Es ist für Bewertungszwecke ausreichend, die Aufsatzbilanz zu bereinigen. Hierdurch ist sichergestellt, dass keine zahlungswirksamen Effekte aus Bilanzveränderung im Rahmen der Bewertung der VTG AG berücksichtigt werden, die aus Veränderung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten des Nordamerika-Geschäfts zum 31. Dezember 2020 resultieren.

258. Die um das Nordamerika-Geschäft bereinigte Bilanz der VTG AG zum 31. Dezember 2020 ist nachstehend dargestellt:

Bilanz - VTG AG	IST	Bereinigung	IST (bereinigt)
EUR Mio.	31.12.2020	31.12.2020	31.12.2020
Anlagenvermögen	4.125,2	(151,2)	3.974,0
Immaterielle Vermögenswerte	580,2	0,0	580,2
Sachanlagen	3.437,8	(150,7)	3.287,1
Finanzanlagen	107,2	(0,5)	106,7
Umlaufvermögen	518,7	(3,7)	515,0
Vorräte	87,0	0,0	87,0
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	198,5	(1,0)	197,5
Liquide Mittel	129,4	(2,2)	127,2
Ertragsteueransprüche	103,7	(0,5)	103,2
Bilanzsumme Aktiva	4.643,8	(154,8)	4.489,0
Eigenkapital	655,2	(18,1)	637,1
Sonstige Rückstellungen	67,6	(1,2)	66,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	3.466,8	(129,9)	3.336,8
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	454,2	(5,5)	448,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	156,9	(1,2)	155,7
Sonstige Verbindlichkeiten	18,8	(0,8)	18,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	12,6	(0,7)	11,9
Ertragsteuerschulden	265,9	(2,9)	263,0
Bilanzsumme Passiva	4.643,8	(154,8)	4.489,0

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 15: Um das Nordamerika-Geschäft bereinigte Bilanz zum 31. Dezember 2020

3. Planungsgüte

259. Der Bewertungsgutachter hat die bisherige Planungstreue anhand des ersten Planjahres der Planungsrechnungen der VTG AG für die Jahre 2018, 2019 und 2020 – jeweils aus dem regulären Planungsprozess stammend - durch Vergleich mit der tatsächlichen Geschäftsentwicklung analysiert. Hierbei hat sich der Bewertungsgutachter auf die finanziellen Leistungsindikatoren „Umsatzerlöse“ und „EBITDA“ fokussiert, die die VTG AG als operative Steuerungskennzahlen nutzt.

260. Die Untersuchung eines längeren Zeitraums hätte die Belastbarkeit der Analyseergebnisse nicht erhöht. Der Bewertungsgutachter hat den Analysezeitraum sachgerecht gewählt.

261. Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass im Jahr 2018 die Prognose der Umsatzerlöse leicht verfehlt und die Prognose des EBITDA nahezu erfüllt wurde.

262. Wesentliche Abweichungen betrafen hierbei den Bereich der Waggonvermietung (Geschäftsfelder Rail Europe, Rail UK, Rail North America und Rail Russia) sowie den Schienenlogistikbereich (Geschäftsfeld Rail Logistics Europe). Im Geschäftsbereich Waggonvermietung wurden um rd. EUR 39,6 Mio. höhere Umsatzerlöse erzielt und damit das Budget um 6,9 % übertroffen. Hiervon sind EUR 22,3 Mio. dem nicht budgetierten Erwerb von 11.000 Waggons in Zusammenhang mit der Nacco Übernahme zuzurechnen. Im Schienenlogistikbereich wurden um rd. EUR 45,2 Mio. niedrigere Umsatzerlöse erzielt und damit das Budget um 12,0 % verfehlt. Dies ist insbesondere auf Streiks in Frankreich sowie auf den Wegfall budgetierter Großprojekte zurückzuführen.

263. Das budgetierte EBITDA wurde aufgrund der sich ausgleichenden Effekte der Budgetüberschreitung innerhalb der Waggonvermietung sowie der Budgetunterschreitung, insbesondere bei anderen Geschäftsfeldern sowie bei den Holdingfunktionen, nahezu erreicht. Während bei der Waggonvermietung ein um rd. EUR 37,0 Mio. höheres EBITDA erreicht werden konnte, wurde bei den Holdingfunktionen ein um rd. EUR 27,4 Mio. niedrigeres Ergebnis erzielt. Hiervon sind EUR 16,7 Mio. innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme der VTG AG durch Warwick als auch der Nacco Übernahme angefallen. Es handelt sich um Aufwendungen für Beratungsleistungen sowie Personalmaßnahmen.

264. Im Jahr 2019 hat die VTG AG die budgetierten Umsatzerlöse um EUR 7,1 Mio. und damit geringfügig um 0,6 % übertroffen, getrieben durch um rd. EUR 27,3 Mio. höherer Umsatzerlöse in der Waggonvermietung, die die um EUR 19,1 Mio. geringeren Umsatzerlöse bei der Schienenlogistik mehr als kompensierten.

265. Das realisierte EBITDA lag mit rd. EUR 3,7 Mio. leicht über Plan. Die Überschreitung ist im Wesentlichen auf die gesteigerten Umsatzerlöse in der Waggonvermietung zurückzuführen, die die gestiegenen Aufwendungen für Reparaturen und Erhaltungskosten überkompensierten. In der Schienenlogistik führte die Umsatzverfehlung zu keiner wesentlichen EBITDA Verfehlung. Das tatsächliche Ergebnis war zudem im Vergleich zum budgetierten EBITDA durch unerwartete Aufwendungen durch den Vorstandumbau und erhöhter Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen belastet.

266. Das Geschäftsjahr 2020 war aufgrund der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie beeinträchtigt. Die budgetierten Leistungsindikatoren „Umsatzerlöse“ (EUR 82,4 Mio. unter Plan) und „EBITDA“ (EUR 23,2 Mio. unter Plan) konnten nicht erreicht werden. Umsatzseitig waren im Wesentlichen die Schienenlogistik (Planunterschreitung rd. EUR 67,4 Mio., rd. 15,1 %) als auch der Geschäftsbereich Tanktainer (Planunterschreitung EUR 18,4 Mio., rd. 10,3 %) belastet. Die Waggonvermietung konnte das prognostizierte Umsatzniveau erwirtschaften, wobei die Profitabilität durch erhöhte, teils weiterbelastbare Reparaturkosten vermindert war.

267. Wir haben die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Analyse zur Planungsgüte nachvollzogen.

268. Die wesentlichen Soll-Ist-Abweichungen resultieren aus der Übernahme durch Warwick, der Nacco Übernahme sowie den Auswirkungen der COVID-19 Pandemie und waren insoweit nicht planbar.

269. Im Ergebnis stellen wir fest, dass keine systematischen Planungsfehler zu erkennen sind. Die Untersuchung der bisherigen Planungstreue zeigt, dass die aus dem regulären Planungsprozess stammenden Planungsrechnungen der VTG AG eine hohe Planungsgüte aufweisen.

4. SWOT-Analyse

270. Der Bewertungsgutachter hat die Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken der VTG AG analysiert (SWOT-Analyse). Das Bewertungsgutachten enthält eine Zusammenfassung der sogenannten SWOT-Analyse sowie ein aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil.[105]

271. Wir haben die Analyse sowohl anhand der Lageberichte der Konzernabschlüsse 2018, 2019 und 2020, unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds als auch der im Rahmen der Prüfung erlangten Erkenntnisse über die VTG AG, insbesondere durch Besprechung der Strategie sowie der Planungsrechnung der VTG AG mit dem Vorstand der VTG AG sowie von diesem benannten Mitarbeitern sowie unseren Analysen bezüglich der realisierten sowie der geplanten Geschäftsentwicklung der VTG AG, nachvollziehen und verifizieren können.

272. Die vom Bewertungsgutachter vorgenommene SWOT-Analyse zeigt ein zutreffendes Bild der Stärken und Schwächen der VTG AG sowie der Chancen und Risiken, die sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld für die künftige Entwicklung der VTG AG ergeben.

[105] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 69 ff.

5. Analyse der Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025

273. Im Vergleich zur normalisierten Ertragslage der Jahre 2018 bis 2020 stellt sich die bewertungsrelevante Planungsrechnung der Jahre 2021 bis 2025 – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung - VTG AG	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.		CAGR
EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
Umsatzerlöse	1.049,9	1.194,0	1.195,8	1.237,0	1.287,5	1.401,0	1.468,3	1.542,1	5,2%
Bestandsveränderungen	(3,4)	3,4	(0,9)	1,3	0,2	0,0	0,0	0,0	(100,0%)
Gesamtleistung	1.046,5	1.197,4	1.194,9	1.238,3	1.287,7	1.401,0	1.468,3	1.542,1	5,2%
Materialaufwand	(463,5)	(451,6)	(455,0)	(494,3)	(506,6)	(557,6)	(585,8)	(620,2)	6,4%
Rohertrag	583,0	745,8	739,9	744,0	781,1	843,3	882,5	921,9	4,5%
Personalaufwand	(110,1)	(118,0)	(126,5)	(140,5)	(141,4)	(143,6)	(144,4)	(146,8)	3,0%
Sonstige betriebliche Erträge	40,1	41,9	44,0	26,0	23,9	25,9	31,6	37,0	(3,4%)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(152,2)	(173,4)	(168,9)	(166,6)	(159,5)	(152,0)	(159,7)	(169,1)	0,0%
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	360,8	496,3	488,4	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	5,7%
Abschreibungen	(193,7)	(275,1)	(293,1)	(297,6)	(305,9)	(319,6)	(328,9)	(338,1)	2,9%
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	167,1	221,3	195,4	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	9,3%
Finanzergebnis				(73,4)	(75,6)	(79,6)	(89,4)	(87,3)	
Ergebnis vor Steuern (EBT)				91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag				(20,6)	(28,2)	(40,8)	(45,5)	(52,7)	
Konzernergebnis				71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	
Kennzahlen									
Veränderung Umsatzerlöse p.a.	n.a.	13,7%	0,2%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	
Veränderung Gesamtleistung p.a.	n.a.	14,4%	(0,2%)	3,6%	4,0%	8,8%	4,8%	5,0%	
Kapitalrentabilität (ROCE)	5,8%	6,1%	4,9%	4,1%	4,8%	5,8%	6,0%	6,3%	
Kennzahlen in % der Umsatzerlöse									
Materialaufwand	44,2%	37,8%	38,1%	40,0%	39,3%	39,8%	39,9%	40,2%	
Rohertrag	55,5%	62,5%	61,9%	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%	
Personalaufwand	10,5%	9,9%	10,6%	11,4%	11,0%	10,3%	9,8%	9,5%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,8%	3,5%	3,7%	2,1%	1,9%	1,8%	2,2%	2,4%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,5%	14,5%	14,1%	13,5%	12,4%	10,9%	10,9%	11,0%	
EBITDA	34,4%	41,6%	40,8%	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	
Abschreibungen	18,5%	23,0%	24,5%	24,1%	23,8%	22,8%	22,4%	21,9%	
EBIT	15,9%	18,5%	16,3%	13,4%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	
Finanzergebnis	n.a.	n.a.	n.a.	5,9%	5,9%	5,7%	6,1%	5,7%	
EBT	n.a.	n.a.	n.a.	7,4%	9,5%	12,4%	13,1%	14,1%	
Konzernergebnis	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%	7,3%	9,5%	10,0%	10,7%	

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 16: Ertragslage im Detailplanungszeitraum [106]

274. Die Planungsrechnung umfasst die VTG AG sowie die wesentlichen Tochtergesellschaften.[107] Alle nicht enthaltenen Tochtergesellschaften sowie der Geschäftsbereich Nordamerika, der aufgrund des initiierten Veräußerungsprozesses nicht in der Planungsrechnung enthalten ist, wurden vom Bewertungsgutachter gesondert bewertet.[108]

275. Die Planungsrechnung berücksichtigt die erwarteten Umsatzsteigerungs- und Kostenentlastungseffekte aus den Maßnahmen, die im Rahmen des strategischen Reviews identifiziert und konkretisiert wurden. Der strategische Review wurde im ersten Halbjahr 2021 von der VTG AG zusammen mit einem Strategieberatungsunternehmen durchgeführt. Die Maßnahmen zielen auf die Erschließung

[106] Die Kennzahl Kapitalintensität (ROCE) wurde für die Jahre 2018 bis 2020 berücksichtigt ein EBIT inkl. des Nordamerikageschäfts aber bereinigt um einmalige Geschäftsvorfälle. Für die Jahre 2021 bis 2025 wurde ebenfalls das Nordamerikageschäft für die Berechnung der Kennzahl ROCE bereinigt.

[107] Vgl. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung, Tz. 228.

[108] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 142.

von neuem Umsatzpotential, auf die bessere Nutzung des vorhandenen Umsatzpotentials, auf Effizienzsteigerung im Bereich Reparaturen und Instandhaltung sowie auf Effizienzsteigerung in den Holdingfunktionen ab.

276. Darüber hinaus sind die vom Vorstand der VTG AG in Zusammenarbeit mit dem gleichen Strategieberatungsunternehmen identifizierten Ergebnissteigerungspotentiale (Ambitionierungen) mit ihrem Erwartungswert in die Planung einbezogen worden. Es handelt sich um pauschale Potentialabschätzungen. Die Maßnahmen, die zur Realisierung dieser Potentiale erforderlich sind, wurden noch nicht abschließend definiert.

277. Im Folgenden wird die Planungsrechnung der VTG AG zunächst auf Konzernebene und anschließend auf Ebene der Geschäftsbereiche analysiert.

Gesamtleistung

278. Die Gesamtleistung beinhaltet im Wesentlichen die Umsatzerlöse sowie in nicht materiellem Umfang Bestandsveränderungen. Die Umsatzerlöse beinhalten Erlöse aus der Vermietung von Waggons und Tankcontainern, aus der Erbringung von Logistikdienstleistungen sowie Erlöse aus dem Verkauf von Waggons und Weiterbelastungen von Reparatur- und Instandhaltungsleistungen.

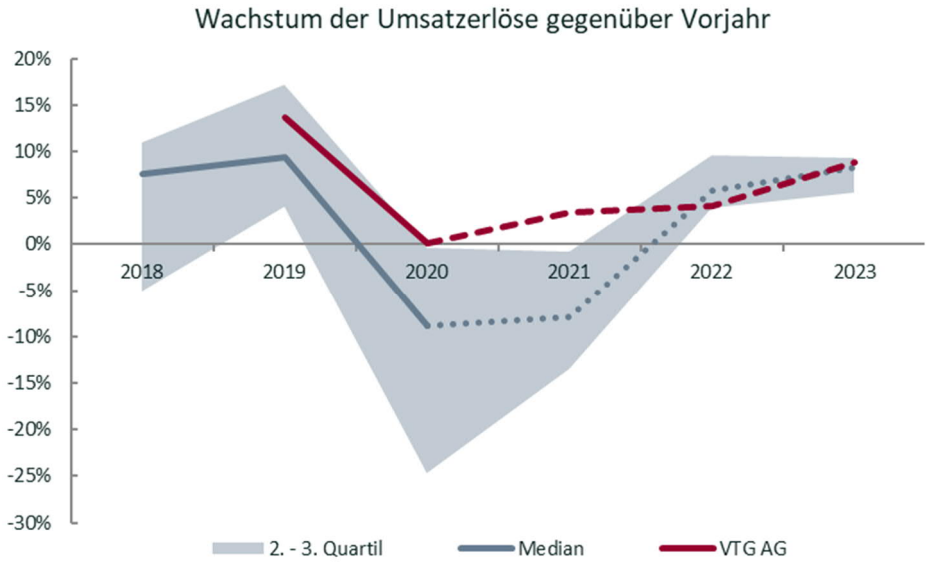
279. Das Management der VTG AG geht davon aus, die Umsatzerlöse im Planungszeitraum organisch jährlich durchschnittlich um 5,2 % steigern zu können. Gestützt durch die Investitionen in den Jahren 2021 und 2022 sowie durch die erwartete Entwicklung der Logistikdienstleistungen soll das Wachstum im Planjahr 2023 in Höhe von 8,8 % am Stärksten ausfallen. Die Umsatzerlöse werden annahmegemäß überwiegend in Europa erzielt. Der Anteil der in Europa erwirtschafteten Umsatzerlöse soll bis 2025 auf 80,1 % steigen (2020: 77,7 %).

280. Das von der VTG AG erwartete Umsatzwachstum liegt im Bereich des für die Schienenverkehrsleistung prognostizierten Wachstums in Höhe von 5,0 %,[109] wobei die durchschnittliche Wachstumsrate der Schienenverkehrsleistung im Wesentlichen aus einem Aufholeffekt (Erholung nach der COVID-19 Pandemie) resultiert. Das um den Aufholeffekt bereinigte Wachstum beträgt rund 1,9 %.[110] Hierbei ist zu beachten, dass die VTG AG die Umsatzerlöse im Jahr 2020 nahezu stabil halten konnte und das Vermietungsgeschäft aufgrund der Vertragslaufzeiten zeitversetzt - tendenziell erst im Folgejahr – von Auswirkungen der COVID-19 Pandemie getroffen wird. Entsprechend ist kein zur prognostizierten Entwicklung der europäischen Schienenverkehrslogistik vergleichbarer Aufholeffekt für die Umsatzentwicklung der VTG AG zu erwarten.

281. Das realisierte sowie das geplante Umsatzwachstum der VTG AG stellt sich im Vergleich zur tatsächlichen Entwicklung der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen[111] der Jahre 2018 bis 2020

[109] Vgl. Tz. 133.
[110] Vgl. Tz. 133.
[111] Vgl. Tz. 165.

sowie der Entwicklung der erwarteten Umsatzerlöse gemäß Analystenschätzung[112] für die Jahre 2020 bis 2023 für diese Unternehmen wie folgt dar:



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ, Management Informationen

Abbildung 25: Benchmarking -Entwicklung der Umsatzerlöse

282. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Vergleichsgruppe lag in den Jahren 2018 bis 2020 im Median zwischen -8,9 % und 9,4 %. Für die Umsatzerlöse in den Jahren 2020 bis 2023 erwarten Analysten im Median ein Wachstum in einer Bandbreite von -7,9 % bis 8,2 %.

283. Das Umsatzwachstum der VTG AG von 13,7 % im Jahr 2019 ist durch die Nacco Übernahme geprägt und insoweit nur bedingt mit der Entwicklung der Peer Group bzw. der künftigen Entwicklung der VTG AG vergleichbar. Im Geschäftsjahr 2020 konnte die VTG AG das Umsatzniveau relativ stabil halten (+0,2 %), während die Umsatzerlöse der Peer Group Unternehmen um 7,9 % sanken. Die VTG AG erwartet für das Jahr 2021, ein Umsatzwachstum oberhalb der Peer Group-Erwartungen erzielen zu können, im weiteren Verlauf nähern sich die Wachstumswartungen für die Peer Group der Zielsetzung der VTG AG an, wobei die VTG AG für das Planjahr 2023 ein über dem Median der Peer Group Unternehmen liegendes Wachstum erwartet (+ 0,6 Prozentpunkte).

Materialaufwand

284. Die Materialaufwandsquote hat sich im Referenzzeitraum von 44,2 % im Jahr 2018 auf 38,1 % im Jahr 2020 verbessert. Das Management der VTG AG erwartet für das Planjahr 2021 einen Anstieg der Materialaufwandsquote auf 40,0 %. Für das Jahr 2025 wird eine Materialaufwandsquote in Höhe von 40,2 % erwartet. Die im Vergleich zum Referenzzeitraum höheren Materialaufwandsquoten sind

[112] Für das Jahr 2023 liegen für lediglich fünf der sechs Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen vor.

insbesondere auf die Ausweitung der Logistikdienstleistungen, die geschäftsmodellbedingt einen höhere Aufwandsquote aufweisen, zurückzuführen.

Personalaufwand

285. Die Personalaufwandsquote lag im Referenzzeitraum in einer Bandbreite von 9,9 % bis 10,6 %. In der Detailplanungsphase wird zunächst für das Planjahr 2021 ein Anstieg der Aufwandsquote auf 11,4 % prognostiziert, der auf den geplanten Aufbau des Personalbestands im Jahr 2021 zurückzuführen ist. Für die Folgejahre wird eine kontinuierliche Verbesserung der Aufwandsquote auf 9,5 % erwartet, die durch einen weitgehend konstanten Personalbestand erreicht werden soll.

Sonstige betriebliche Erträge

286. Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen insbesondere die Erlöse aus der Verschrottung von Waggons sowie die Erträge aus Beteiligungen. Die Erlöse aus der Verschrottung der Waggons wurden auf Basis eines Preis-/Mengengerüsts geplant. Den als erzielbar erachteten Verschrottungserlösen liegen waggonklassenspezifische Annahmen ausgehend von Erfahrungswerten zugrunde. Die Anzahl der in den einzelnen Planjahren zu verschrottenden Waggons wurde unter Berücksichtigung des Alters, der Revisionsfälligkeit sowie der Vermarktungsfähigkeit der Waggons geschätzt.

287. Die Beteiligungserträge wurden gesellschaftsspezifisch geplant und steigen von EUR 6,6 Mio. im Planjahr 2021 auf EUR 8,3 Mio. im Planjahr 2025.

288. Die vom Vorstand der VTG AG in Zusammenarbeit mit einem Strategieberatungsunternehmen identifizierten Ergebnissteigerungspotentiale (Ambitionierungen), die noch nicht abschließend konkretisiert sind, sind in den sonstigen betrieblichen Erträgen ab dem Jahr 2023 erfasst (2023: EUR 3,0 Mio. 2024: EUR 8,0 Mio. und ab 2025: EUR 12,5 Mio.).

Sonstige betriebliche Aufwendungen

289. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten neben Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen insbesondere Aufwendungen für Reparaturen und Betriebsmittelbedarf sowie Beratungskosten.

290. Die Relation sonstige betriebliche Aufwendungen zu den Umsatzerlösen (Aufwandsquote) lag im Referenzzeitraum (bereinigt) in einer Größenordnung von 14,1 % bis 14,5 %, wobei die Aufwandsquote aufgrund der Umrüstung der Bremsen der Waggonflotte sowie damit einhergehender vorgezogener Reparaturen im Jahr 2020 sowie in Folge der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie eingetretener Leerstandskosten erhöht war.

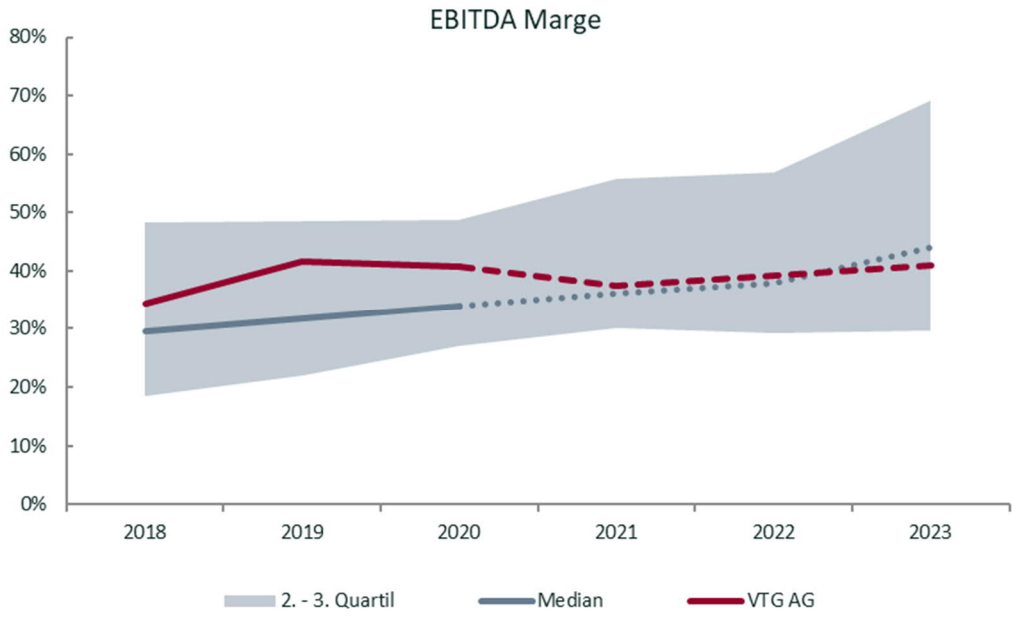
291. Das Management geht davon aus, die Aufwandsquote von 13,5 % im Jahr 2021 auf 11,0 % im Jahr 2025 senken zu können. Dies soll insbesondere durch Umstellung von zeit- auf laufleistungsbasierte Instandhaltung,[113] durch die Nutzung eines noch zu errichtenden Reparaturwerks sowie reduzierte Holdingkosten, beispielsweise durch verminderte Beratungskosten, gelingen. Ebenso wirken die im

[113] Vgl. Pressemeldung der VTG AG vom 1. Juni 2021, „Neues VTG-Instandhaltungskonzept revolutioniert den Markt".

Jahr 2020 vorgezogenen Reparaturen in den ersten Planjahren entlastend (temporärer Effekt). Die absolute Höhe der Aufwendungen für Reparaturen und Betriebsmittelbedarf erhöht sich im Planungszeitraum insbesondere aufgrund der Vergrößerung der Waggonflotte.

EBITDA

292. Nachfolgend wird für die VTG AG und die Vergleichsgruppe die Entwicklung der EBITDA-Marge dargestellt. Die Berechnung der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen erfolgt für die Jahre 2018 bis 2020 auf Basis der realisierten Umsatzerlöse. Für die Jahre 2021 bis 2023 wurden die Analystenschätzungen[114] zur Bestimmung der EBITDA-Marge herangezogen.



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ, Management Informationen

Abbildung 26: Benchmarking - EBITDA-Marge

293. Der Median der EBITDA-Marge der Vergleichsgruppe liegt über den Vergangenheitszeitraum 2018 bis 2020 und ausgehend von Einschätzungen der Analysten in den Jahre 2020 bis 2023 in einer Bandbreite von 29,6 % bis 33,9 % bzw. für die Jahre 2021 bis 2023 in einer Bandbreite von 36,1 % bis 44,0 %. Der Median der EBITDA-Schätzungen für die Peer Group Unternehmen steigt von 36,1 % in 2021 und 37,9 % in 2022.

294. Im Referenzzeitraum lag die EBITDA-Marge der VTG AG in einer Größenordnung von 34,4 % bis 41,6 % durchweg über dem Median der von den Peer Group Unternehmen realisierten EBITDA-Marge. Dies ist auf die Erhöhung der Mietpreise bei gleichzeitig hoher Auslastung zurückzuführen sowie im Geschäftsjahr 2020 darauf, dass die Umsatzerlöse trotz der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie, die die Umsatzerlöse der Peer Group Unternehmen teils deutlich stärker belastet hat,

[114] Für das Jahr 2023 liegen lediglich für fünf der sechs Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen vor.

nahezu konstant gehalten werden konnten. Im Planungsverlauf nähern sich die von der VTG AG geplante EBITDA-Marge sowie der Median der von Analysten für die Peer Group Unternehmen geschätzten EBITDA-Margen an. Im Planjahr 2023 übersteigt der Median der EBITDA-Marge der Peer Group (44,0 %) die Erwartungen der VTG AG (40,9 %). Hierbei ist zu beachten, dass für das Planjahr 2023 nicht für alle Peer Group-Unternehmen Analystenschätzungen verfügbar waren. Dies gilt insbesondere für die Touax SCA, die sowohl im Referenzzeitraum eine unterhalb des Medians der EBITDA-Marge der Peer Group erzielte und deren Analystenschätzungen durchweg unterhalb des Medians liegen. Insofern ist die Aussagekraft der Schätzgröße der Peer Group EBITDA-Marge für das Jahr 2023 mangels Datenverfügbarkeit eingeschränkt. Das Management der VTG AG erwartet, die EBITDA-Marge im Jahren 2024 und 2025 weiter auf 41,5 % bzw. 41,7 % und damit über das Niveau des Referenzzeitraums steigern zu können.

Abschreibungen

295. Die Abschreibungen wurden differenziert nach Anlageklassen geplant.

296. Die Abschreibungen auf die Waggonflotte wurden bis zum Planjahr 2023 ausgehend vom Waggonbestand auf Basis einer Simulation der sich aus der Altersstruktur ergebenden Abschreibungen unter Berücksichtigung der prognostizierten Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen geplant. Für die Planjahre 2024 und 2025 erfolgte eine Fortschreibung auf Basis der erwarteten Entwicklung der Waggonflotte differenziert nach Waggontypklassen.

Finanzergebnis

297. Das Finanzergebnis beinhaltet im Detailplanungszeitraum Zinsaufwendungen für verzinsliche Verbindlichkeiten, Aufwendungen aus Leasingverhältnissen sowie sonstige Finanzierungsaufwendungen. Zinserträge werden angesichts des aktuellen Kapitalmarkt- und Zinsumfelds nicht erwartet.

298. Der Bewertungsgutachter hat die von der VTG AG auf Basis der Konditionen, die sich aus der Refinanzierung im Geschäftsjahr 2020 bestehend aus Konsortialkrediten, Privatplatzierungen, Projektfinanzierungen, weiteren Darlehen und Kreditlinien unter Berücksichtigung der von der VTG AG getätigten Zinssicherungsgeschäfte ergeben, geplanten Zinsaufwendungen unter Berücksichtigung der für Bewertungszwecke angenommenen Gewinnverwendung verwendet. Im Planungszeitraum liegt der effektive Zinssatz zwischen 2,2 % und 2,4 %.

299. Darüber hinaus sind weitere Finanzierungsaufwendungen, insbesondere Gebühren für Bankgarantielinien, Transaktionskosten, Zinszahlungen im Rahmen von Leasingverbindlichkeiten und für Pensionsverbindlichkeiten in der Planung berücksichtigt.

300. Wir haben das geplante Finanzergebnis bezüglich der Zinskonditionen unter Berücksichtigung der Zinssicherungsgeschäfte sowie der Finanzbedarfsplanung nachvollzogen. Wir erachten sowohl die Annahmen als auch die finanzmathematische Ermittlung durch den Bewertungsgutachter als sachgerecht.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag

301. Die Planung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag bildet die erwarteten Steuerzahlungen ab.

302. Latente Steuern werden weder in der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, noch werden Veränderungen der aktiven und passiven latenten Steuern in der Bilanzplanung abgebildet. Dies erachten wir als sachgerecht, da so unmittelbar die zahlungswirksame Steuerlast des Bewertungsobjekts im Steueraufwand abgebildet wird.

303. Die Planung des Steueraufwands erfolgte durch den Bewertungsgutachter auf Basis des erwarteten effektiven Konzernsteuersatzes von 25 %, der von der Steuerabteilung der VTG AG unter Einbezug der länderspezifischen Steuersätze zunächst ohne Einbezug bestehender steuerlicher Verlustvorträge ermittelt wurde.

304. Unter Berücksichtigung der nach Einschätzung der VTG AG voraussichtlich nutzbaren Verlustvorträge in Höhe von EUR 96,6 Mio. zum 31. Dezember 2020[115] sowie der Mindestbesteuerung auf Ebene der Einzelgesellschaften ergibt sich eine effektive Steuerbelastung im Zeitraum der bewertungsrelevanten Planungsrechnung von 22,5 % im Jahr 2021 bis 24,3 % im Jahr 2025, die aufgrund der erwarteten Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge unter dem erwarteten effektiven Konzernsteuersatz liegt.

305. Am Ende des Detailplanungszeitraums bestehen noch steuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 38,6 Mio.

Konzernergebnis

306. Die VTG AG erwartet, das Konzernergebnis durch die beschriebenen Maßnahmen im Zeitraum der bewertungsrelevanten Planungsrechnung von EUR 21,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 auf EUR 164,9 Mio. im Jahr 2025 steigern zu können.

307. Die Planung enthält auch die auf die Minderheiten entfallenden Ergebnisanteile.

308. Der auf die Minderheitsgesellschafter entfallende Wertanteil wurde vom Bewertungsgutachter gesondert bestimmt und vom Ertragswert abgezogen.

309. Der Bewertungsgutachter führt aus, dass Synergieeffekte aus dem Delisting der VTG AG in Form von Kosteneinsparungen in der Planungsrechnung der VTG AG berücksichtigt sind.[116] Wir stellen fest, dass wir im Rahmen unserer Prüfung keine weiteren bewertungsrelevanten, sogenannte unechte Synergien bzw. Synergiepotentiale identifiziert haben.

[115] Vgl. Tz. 89.

[116] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 94.

310. Im Folgenden haben wir die erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse der Gesellschaft anhand der in der Gutachtlichen Stellungnahme des Bewertungsgutachters erfolgten Aufteilung in die drei Geschäftsaktivitäten Vermietung, Logistik sowie Sonstige analysiert.

Vermietung

311. Die nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse aus Vermietung von Waggons und Containern sowie die durchschnittliche Auslastung[117] der Jahre 2018 bis 2025:

Umsatzerlöse	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.	
VTG AG - Vermietung	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	497,1	590,5	575,4	616,6	644,6	697,1	735,8	762,4
Ø Auslastung [%]	91,4	91,1	89,2	89,4	90,8	93,1	93,5	93,8

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 17: Umsatzerlöse Vermietungsgeschäft

312. Die wesentlichen Treiber der Umsatzerlöse aus Vermietung von Waggons und Containern sind die Flottengröße, der Mietpreis sowie die Auslastung der Waggons.

313. Das Management der VTG AG beabsichtigt die Flottengröße im Planungshorizont von rund 74,4 Tsd. Waggons im Jahr 2020 (bereinigt um die Waggons in Nordamerika) auf rund 79,8 Tsd. Waggons im Jahr 2025 zu erweitern, wobei insbesondere Investitionen in Intermodalwaggons sowie in modulare Waggons getätigt werden sollen.

314. Die durchschnittliche Auslastung soll insbesondere durch die im Rahmen des strategischen Reviews identifizierten Maßnahmen von 89,2 % im Jahr 2020 auf 93,8 % im Jahr 2025 gesteigert werden. Die Maßnahmen umfassen die engere Zusammenarbeit der Geschäftsbereiche Waggonvermietung und Schienenlogistik, die Entwicklung eines gemeinsamen Marktauftritts, die gemeinsame Nutzung einer Kundenbasis, die Nutzung der Digitalisierungsmöglichkeiten, das aktive Management auslaufender Verträge sowie ungenutzter Waggons, die Minimierung von Durchlaufzeiten in den Reparatur- und Instandhaltungswerken sowie der Leerstandzeiten in den Depots.

315. Eine Steigerung des Mietpreises soll über den Planungszeitraum unter anderem durch Neuinvestitionen in Intermodalwaggons sowie modulare Güterwaggons gelingen, mit denen im Vergleich zu Standardgüter- oder Tankwaggons höhere Mietpreise erzielt werden können.

[117] Die Auslastungsquote bezieht sich auf Eigene und Operating Lease Waggons.

Logistik

316. Nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse des Logistikgeschäfts für die Jahre 2018 bis 2025:

Umsatzerlöse	IST			Planung			Strat. Fortschr.	
VTG AG - Logistik	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	489,4	532,9	511,0	546,0	568,8	625,9	652,2	696,1

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 18: Umsatzerlöse Logistikgeschäft

317. Im Planjahr 2021 erwartet die VTG AG die Umsatzerlöse um 6,8 % steigern zu können. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass mit nachlassenden Auswirkungen der COVID-19 Pandemie die Nachfrage wieder steigt (Aufholeffekt).

318. Durch die Umsetzung der Initiativen und Maßnahmen, die im Rahmen des strategischen Reviews identifiziert und konkretisiert wurden, soll eine signifikante Steigerung der Umsatzerlöse in den Jahren 2022 bis 2025 bei gleichzeitiger Verbesserung der Profitabilität gelingen. Als Treiber werden insbesondere eine engere Zusammenarbeit mit dem Geschäftsbereich Waggonvermietung sowie die Entwicklung und Vermarktung zusätzlicher Dienstleistungen gesehen.

319. Im Ergebnis sollen die Umsatzerlöse im Zeitraum der bewertungsrelevanten Planung von 2021 bis 2025 durchschnittlich um 6,3 % p.a. gesteigert werden.

Sonstige

Nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse aus Geschäftsaktivitäten für die Jahre 2018 bis 2025, die weder dem Vermietungs- noch dem Logistikgeschäft zugeordnet werden können.

Umsatzerlöse	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.	
VTG AG - Sonstige	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatzerlöse [EUR Mio.]	63,3	70,7	109,4	74,4	74,1	78,0	80,2	83,7

Quelle: BDO Analyse, Management Informationen

Tabelle 19: Umsatzerlöse Sonstige

320. Die Umsatzerlöse umfassen insbesondere die Umsatzerlöse der Reparatur- und Instandhaltungswerkstätten sowie Weiterbelastungen, u.a. aufgrund frühzeitiger Rückgaben von gemieteten Waggons, weswegen die sonstigen Umsatzerlöse im Jahr 2020 ein erhöhtes Niveau aufweisen. Für den Zeitraum von 2021 bis 2025 wird ein durchschnittliches Wachstum von 3,0 % erwartet.

Bilanzplanung

Aktiva

321. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planung der Aktiva der VTG AG stellt sich für die Bilanzstichtage 31. Dezember 2021 bis 31. Dezember 2025 im Vergleich zu den Bilanzstichtagen 31. Dezember 2018 bis 31. Dezember 2020 wie folgt dar:

Aktiva - VTG AG	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.	
EUR Mio.	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Anlagenvermögen	3.524,3	4.206,4	3.974,0	4.033,0	4.270,0	4.604,8	4.800,1	5.033,1
Immaterielle Vermögenswerte	589,3	584,1	580,2	575,1	569,1	563,1	557,1	551,1
Sachanlagen	2.819,3	3.502,7	3.287,1	3.353,0	3.595,9	3.936,8	4.138,1	4.377,1
Finanzanlagen	115,8	119,6	106,7	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Umlaufvermögen	381,4	484,5	515,0	452,3	453,0	469,2	483,5	499,8
Vorräte	46,5	75,8	87,0	86,9	87,2	87,2	91,6	97,0
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	208,9	246,9	197,5	213,6	214,1	230,3	240,2	251,1
Liquide Mittel	84,1	57,4	127,2	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Ertragsteueransprüche	41,9	104,4	103,2	101,7	101,7	101,7	101,7	101,7
Bilanzsumme Aktiva	3.905,8	4.691,0	4.489,0	4.485,3	4.723,0	5.074,0	5.283,7	5.532,9

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 20: Bilanzplanung (Aktiva) im Detailplanungszeitraum

322. Die Bilanzplanung beruht für die ersten drei Jahre (bis einschließlich 31. Dezember 2023) auf Plandaten der VTG AG. Für die Bilanzstichtage 31. Dezember 2024 und 31. Dezember 2025 hat der Bewertungsgutachter eine kennzahlenorientierte Fortschreibung der Bilanzplanung unter Berücksichtigung der strategischen Planungsfortschreibung der Gewinn- und Verlustrechnung durch die VTG AG für die Jahre 2024 und 2025 sowie der Investitions- und Abschreibungsplanung der VTG AG für den Zeitraum 2021 bis 2025 vorgenommen. Im Folgenden wird die Entwicklung der Bilanzposten im Zeitraum vom 31. Dezember 2020 bis 31. Dezember 2025 der bewertungsrelevanten Planung analysiert und kommentiert.

323. Die Bilanzsumme steigt von EUR 4.489,0 Mio. zum 31. Dezember 2020 auf EUR 5.532,9 Mio. zum 31. Dezember 2025 an. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus dem Sachanlagevermögen, das insbesondere aufgrund der geplanten Erweiterung der Waggonflotte steigt.

324. Die immateriellen Vermögenswerte umfassen insbesondere Geschäfts- und Firmenwerte, Kundenbeziehungen sowie Marken und resultieren im Wesentlichen aus der Erstkonsolidierung bzw. aus Kaufpreisallokationen zur bilanziellen Abbildung von Unternehmenswerben. Die Planung der immateriellen Vermögenswerte erfolgt unter Berücksichtigung planmäßiger Abschreibungen.

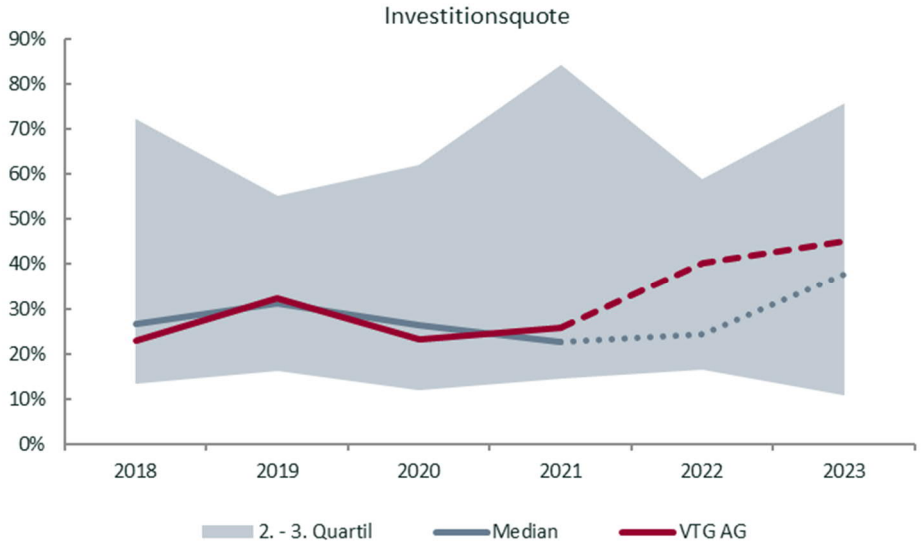
325. Die Sachanlagen beinhalten als größten Posten die Waggonflotte sowie die Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen.

326. In den Jahren 2021 bis 2025 sollen Investitionen von insgesamt EUR 1.461,7 Mio. in die Waggonflotte getätigt werden. Das vergleichsweise hohe Investitionsvolumen resultiert aus dem Nachholbedarf aufgrund der im Geschäftsjahr 2020 in Folge der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie verminderten Investitionstätigkeit sowie aus dem angestrebten Flottenausbau. Insbesondere sind

Investitionen in Intermodalwaggons sowie in Russland geplant. Darüber hinaus werden in Abhängigkeit der Altersstruktur, der Vermietbarkeit sowie des Revisionsbedarfs der Waggons Investitionen in zu ersetzende Waggons geplant.

327. Die aktivierten Reparatur- und Instandhaltungsleistungen wurden unter Berücksichtigung des erwarteten Bedarfs, der Kosteneinsparungspotentiale, der Größe der Waggonflotte sowie regionaler Besonderheiten geplant.

328. Das geplante Investitionsniveau lässt sich anhand der Investitionsquote (Relation von Investitionen zu Umsatzerlösen, auch CAPEX Ratio) mit dem Investitionsniveau der Peer Group Unternehmen vergleichen:



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ, Management Informationen

Abbildung 27: Investitionsquote

329. Während das Investitionsniveau (bezogen auf die Investitionsquote) im Referenzzeitraum vergleichbar mit den Peer Group-Unternehmen (Median) war, führt die beabsichtigte Ausweitung der Waggonflotte sowie des Tankcontainerbestands zu einem im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen (Median) erhöhten Investitionsquote in den Planjahren 2021 bis 2023.

330. Die Finanzanlagen der VTG AG betreffen im Planungshorizont im Wesentlichen die nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen. Der Bilanzansatz wird konstant fortgeschrieben.

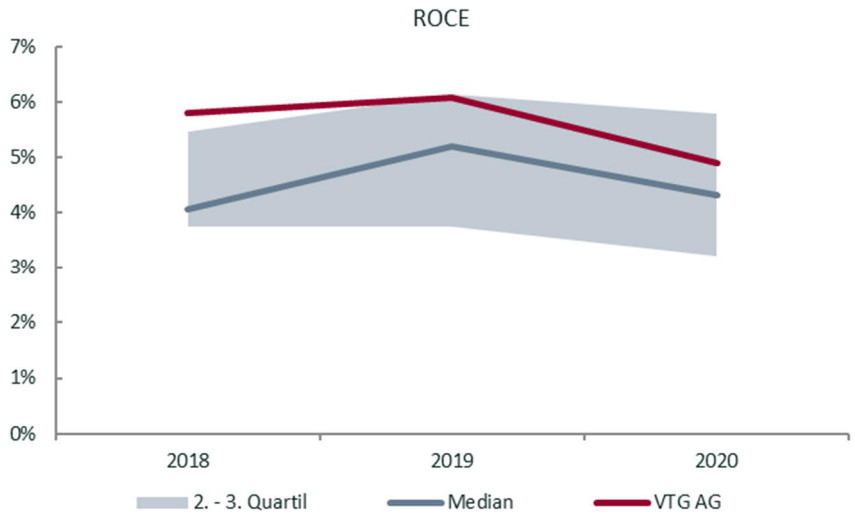
331. Die Reduktion des Umlaufvermögens von EUR 515,0 Mio. zum 31. Dezember 2020 auf EUR 452,3 Mio. zum 31. Dezember 2021 resultiert im Wesentlichen daraus, dass für Bewertungszwecke die Ausschüttungen so bemessen wurden, dass keine nicht betriebsnotwendige Liquidität vorgehalten wird. Die operativ erforderliche Mindestliquidität wurde von der VTG AG auf Basis empirischer Analysen bestimmt und beträgt EUR 50,0 Mio.

332. Die Entwicklung des Umlaufvermögens im weiteren Planungsverlauf ist geprägt durch die Posten Vorräte, Forderungen und sonstige Vermögenswerte. Die VTG AG geht davon aus die Lagerreichweite der Vorräte bis zum Planjahr 2023 auf 57 Tage vermindern zu können. Anschließend erfolgt eine kennzahlenorientierte Fortschreibung auf diesem Niveau.

333. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen entwickeln sich entsprechend der Geschäftsausweitung, wobei temporär von einer leichten Erhöhung der Forderungslaufzeit ausgegangen wird.

334. Das sonstige Umlaufvermögen wurde vereinfachend konstant fortgeschrieben. Die konstante Fortentwicklung der Ertragsteueransprüche steht im Einklang mit der Planung der Steuerzahlungen in der Planung der Ertragslage.

335. Eine der zentralen Steuerungskennzahlen der VTG AG ist die Kapitalrentabilität (ROCE). Nachstehende Abbildung zeigt den ROCE der VTG AG im Vergleich zum ROCE der Peer Group Unternehmen im Referenzzeitraum:



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ, Management Informationen

Abbildung 28: Kapitalrentabilität (ROCE)

336. Die VTG AG konnte im Referenzzeitraum regelmäßig eine höhere Kapitalrentabilität erzielen als die Peer Group (Median). Der von der VTG AG erzielte ROCE lag in einer Größenordnung von 4,9 % bis 6,1 %, während der Median des ROCE der Peer Group Unternehmen 4,1 % und 5,2 % lag. Das Management der VTG AG erwartet, die Kapitalrentabilität bis 2025 deutlich über diesen Referenzwerte auf 6,3 % steigern zu können. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung ist bezüglich dieses zentralen Werttreibers als ambitioniert einzustufen.

Passiva

337. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planung der Passiva der VTG AG stellt sich für die Bilanzstichtage 31. Dezember 2021 bis 31. Dezember 2025 im Vergleich zu den Bilanzstichtagen 31. Dezember 2018 bis 31. Dezember 2020 wie folgt dar:

Passiva - VTG AG	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.	
EUR Mio.	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Eigenkapital	1.055,6	908,3	637,1	708,3	763,1	863,9	908,9	959,0
Sonstige Rückstellungen	63,4	60,1	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.343,4	3.247,4	3.336,8	3.280,7	3.455,9	3.683,7	3.839,0	4.026,9
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	443,5	475,1	448,7	429,9	437,6	460,1	469,3	480,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	153,9	170,3	155,7	166,6	169,2	183,2	192,5	203,8
Sonstige Verbindlichkeiten	21,0	15,2	18,0	0,2	3,3	8,3	8,3	8,3
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	14,9	12,1	11,9	0,1	2,2	5,5	5,5	5,5
Ertragsteuerschulden	253,7	277,5	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0	263,0
Bilanzsumme Passiva	3.905,8	4.691,0	4.489,0	4.485,3	4.723,0	5.074,0	5.283,7	5.532,9

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 21: Bilanzplanung (Passiva) im Detailplanungszeitraum

338. Die Ausweitung des Sachanlagevermögens spiegelt sich auf der Passivseite insbesondere in der Erhöhung der verzinslichen Verbindlichkeiten sowie der Erhöhung des Eigenkapitals wider.

339. Das Eigenkapital erhöht sich im Planungszeitraum aufgrund der Thesaurierungen von EUR 637,1 Mio. zum 31. Dezember 2020 auf EUR 959,0 Mio. zum 31. Dezember 2025. Der bewertungsrelevanten Planung liegt die Gewinnverwendungsannahme zugrunde, dass die Überschussliquidität ausgeschüttet werden kann. Für Bewertungszwecke erfolgt eine Unterscheidung in Dividenden und Thesaurierungen, die den Aktionären fiktiv hinzugerechnet werden, um die Belastung mit persönlichen Steuern sachgerecht abzubilden.

340. Die Rückstellung wurden vereinfachend konstant fortgeschrieben.

341. Die verzinslichen Verbindlichkeiten wurden unter Berücksichtigung der im Geschäftsjahr 2020 abgeschlossen langfristigen Refinanzierung in Höhe von EUR 2,9 Mrd. geplant. Die Planungsrechnung erfolgte differenziert anhand der Finanzierungsformen Privatplatzierungen, Konsortialkredite, Projektfinanzierungen, beanspruchte Garantielinien sowie sonstige Finanzschulden. Die Erhöhung der verzinslichen Verbindlichkeiten dient der Finanzierung des Ausbaus der Waggonflotte sowie des Bestands an Tankcontainern. Bestehende Finanzierungsbedingungen sowie die mit den Fremdkapitalgebern vereinbarten, kennzahlenbezogenen Finanzierungsabreden (sogenannte Financial Covenants) wurden bei der Planung der verzinslichen Verbindlichkeiten beachtet und werden im Detailplanungszeitraum bis 2025 eingehalten.

342. Des Weiteren wurden die Leasingverbindlichkeiten entsprechend der aktivierten Nutzungsrechte geplant und die die Pensionsrückstellungen vereinfachend konstant fortgeschrieben.

343. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bestehen im Wesentlichen aus den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, den Ertragsteuerschulden sowie Zinssicherungsgeschäften.

344. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wurden entsprechend der Geschäftsentwicklung geplant, wobei von einer leichten Verkürzung des dann noch immer vergleichsweise langen Zahlungsziels ausgegangen wird.

345. Die Ertragsteuerschulden sowie die Zinssicherungsgeschäfte wurden konstant fortgeschrieben, so dass keine zahlungswirksamen Veränderungen entstehen. Dies ist sachgerecht, da in der Planungsrechnung zum einen die Steuerzahlungen unmittelbar geplant werden und zum anderen die Neubewertung der Zinssicherungsgeschäfte zu zukünftigen Bilanzstichtagen nicht zahlungswirksam und damit nicht bewertungsrelevant ist.

6. Ergebnis der Planungsanalyse

346. Der Bewertungsgutachter kommt auf Basis seiner Analysen zu dem Ergebnis, dass die bewertungsrelevante Planungsrechnung für den Zeitraum 2021 bis 2025 insgesamt plausibel sei.

347. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir zur Beurteilung der Planungsrechnung eigenständige Prüfungshandlungen und Analysen durchgeführt. Zunächst haben wir uns davon überzeugt, dass das Bewertungsobjekt vollständig erfasst wird (unter Einbezug aller Tochterunternehmen) und die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse identifizierten Potentiale für die künftige Entwicklung der VTG AG in der Planungsrechnung sachgerecht berücksichtigt sind. Im Ergebnis stellen wir fest, dass die Planungsrechnung nicht alle Tochtergesellschaften umfasst und auch der zur Veräußerung stehende Geschäftsbereich Nordamerika nicht in der bewertungsrelevanten Planung abgebildet ist. Dies ist vertretbar, da eine gesonderte Bewertung dieser Tochtergesellschaften sowie des Geschäftsbereichs Nordamerika durch den Bewertungsgutachter erfolgte.

348. Wir haben die Planungsrechnung sowie die Plananpassungen durch den Bewertungsgutachter für den Detailplanungszeitraum inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Die bewertungsrelevante Planung ist inhaltlich und rechnerisch nachvollziehbar. Die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Anpassungen betreffen das Finanzergebnis, die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag, die Planung der Finanzmittel sowie die Fortschreibung der Bilanzplanung zum 31. Dezember 2024 sowie zum 31. Dezember 2025. Wir erachten die bewertungstechnischen Anpassungen als sachgerecht.

349. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung der VTG AG sieht über den Zeitraum der Jahre 2020 bis 2025 einen Anstieg des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR 195,4 Mio. (normalisiert) auf EUR 304,9 Mio. vor. Dies entspricht einem Anstieg um 56,1 % bzw. einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 9,3 %.

350. Die Ergebnissteigerung soll insbesondere durch den strategischen Review, der zusammen mit einem Strategieberatungsunternehmen erarbeitet wurde, erreicht werden. Der strategische Review zielt auf die Erschließung von neuem Umsatzpotential, auf die bessere Nutzung des vorhandenen Umsatzpotentials, auf Effizienzsteigerung im Bereich Reparaturen und Instandhaltung sowie auf Effizienzsteigerung in den Holdingfunktionen ab. Die identifizierten und quantifizierten Maßnahmen führen im Vergleich zur ursprünglich im November 2020 verabschiedeten Planungsrechnung zu einer wesentlichen EBITDA Steigerung (bezogen auf das Planjahr 2023, dem letzten Planjahr der im

November 2020 verabschiedeten Planungsrechnung, ist das EBITDA der bewertungsrelevanten Planungsrechnung um 4,8 % bzw. EBIT um 15,1 % höher), obwohl das Nordamerika-Geschäft in der November-Planung noch enthalten war.

351. Darüber hinaus tragen die vom Vorstand der VTG AG zusammen mit dem Strategieberatungsunternehmen identifizierten, bisher nicht konkretisierten Effizienzsteigerungen (Ambitionierungen) zur Ergebnissteigerung bei (im Planjahr 2025 + EUR 12,5 Mio.).

352. Die Finanzierungsrechnung berücksichtigt die im Jahr 2020 im Niedrigzinsumfeld abgeschlossene langfristige Refinanzierung sachgerecht.

353. Die steuerlichen Verlustvorträge wurden vom Bewertungsgutachter in sachgerechter Weise bei der Ermittlung der Steuerzahlungen berücksichtigt. Der effektive Steuersatz liegt im Mittel über die Planjahre 2021 bis 2025 bei 23,4 % und damit im Planungszeitraum durchgängig deutlich unter dem von der VTG AG ermittelten Konzernsteuersatz (vor Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge) von 25,0 %.

354. Unsere Analysen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der Entwicklung des Marktes für Schienengüterverkehr weisen auf einen anspruchsvollen Ambitionsgrad der bewertungsrelevanten Planungsrechnung für den Zeitraum von 2021 bis 2025 hin. Ebenso zeigt der Vergleich mit den Peer Group Unternehmen, dass die Planungsrechnung bezüglich Umsatzwachstum, EBITDA-Marge sowie Kapitalrentabilität ehrgeizig ist.

355. So übersteigt die von der VTG AG im Planjahr 2025 angestrebte Kapitalrentabilität in Höhe von 6,3 % sowohl die von der VTG AG selbst im Referenzzeitraum (Jahre 2018 bis 2020) erwirtschaftete Kapitalrentabilität als auch die von den Peer Group Unternehmen in diesem Zeitraum realisierte Kapitalrentabilität deutlich.[118]

356. Vor diesem Hintergrund erachten wir die bewertungsrelevante Planungsrechnung für den Zeitraum von 2021 bis 2025 zusammenfassend als ambitioniert realistisch. Wir stellen fest, dass die vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegte Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 eine geeignete Grundlage für die Unternehmensbewertung der VTG AG zum 22. September 2021 bildet.

7. Fortführungsphase (2026ff.)

357. Die vorliegende Unternehmensbewertung beruht auf einem Zweiphasenmodell. Entsprechend wurde vom Bewertungsgutachter im Anschluss an die Detailplanungsphase ab dem Planjahr 2026 die Fortführungsphase (ewige Rente) abgebildet.

[118] Vgl. Tz. 335.

358. Nachdem sich die VTG AG am Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem sogenannten eingeschwungenen Zustand befindet, hat der Bewertungsgutachter zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses eine detaillierte Modellierung der finanziellen Überschüsse über das Planjahr 2025 hinaus vorgenommen, um

- das Erreichen der angestrebten Auslastung in den einzelnen Bereichen der Waggonvermietung,
- die aus den Erweiterungsinvestitionen im Planjahr 2025 im Geschäftsbereich Tanktainer resultierende Umsatzsteigerung,
- das Überführen des Wachstums im Bereich Schienenlogistik auf ein nachhaltiges Niveau,
- die langfristig zur Erreichung der Ziel-Kapitalrentabilität in Höhe von 6,5 % erforderlichen Steigerungen der EBITDA-Marge,
- das Sicherstellen der operativen Mindestliquidität,
- die Folgefinanzierung zu einem Zinssatz von 2,4 % nach Auslaufen der fixierten Zinskonditionen unter Beachtung des Finanzierungsbedarfs sowie der Financial Covenants,[119]
- die Nutzung der am Ende des Detailplanungszeitraum noch verbleibenden steuerlichen Verlustvorträge in Höhe von EUR 38,6 Mio.,
- die Ersatzinvestitionen in Abhängigkeit von Altersstruktur und wirtschaftlicher Nutzungsdauer der Waggonflotte sowie
- die Berücksichtigung des auf Basis der Altersstruktur erwarteten Reinvestitionszyklus für den Geschäftsbereich Tanktainer

359. abzubilden.[120] Bei der Modellierung der finanziellen Überschüsse berücksichtigt der Bewertungsgutachter grundsätzlich das nachhaltige angenommene Wachstum, soweit sich aus den obengenannten Sachverhalten keine spezifischen Wachstumsannahmen ergeben.

360. Wir haben die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen im Einzelnen sowie die Modellierung im Detail nachvollzogen und in Stichproben nachgerechnet. Im Ergebnis erachten wir sowohl die identifizierten Sachverhalte, die zugrundeliegenden Prämissen als auch die finanzmathematische Abbildung als sachgerecht. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir keine weiteren Sachverhalte festgestellt, die darüber hinaus gesondert abzubilden wären.

361. Der Bewertungsgutachter hat die bewertungsrelevante Planungsrechnung für die Wertermittlung nach IDW S1 vor persönlichen Steuern unter Abschnitt 4.6. abgebildet. Die für die Bewertung nach

[119] Vgl. Tz. 240.
[120] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 126 ff.

IDW S1 nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie von 5,75 % und einem nachhaltigen Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern von 0,87 % bewertungsrelevante Planungsrechnung haben wir untenstehend dargestellt. Der Unterschied resultiert aus der annuitätischen und damit vom Kapitalisierungszinssatz abhängigen Berücksichtigung der über das Jahr 2025 hinausreichenden Sachverhalte[121]. Das Konzernergebnis in der Fortführungsphase in Höhe von EUR 175,3 Mio. entspricht dem vom Bewertungsgutachter im Abschnitt 6.2.1 angegebenen Jahresergebnis.[122]

362. Im Vergleich zur normalisierten Ertragslage der Jahre 2018 bis 2020 sowie der bewertungsrelevanten Planung der Jahre 2021 bis 2025 stellt sich die Ertragslage in der Fortführungsphase - ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – wie folgt dar:[123]

Gewinn- und Verlustrechnung - VTG AG	IST (bereinigt)			Planung			Strat. Fortschr.		TV
EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
Umsatzerlöse	1.049,9	1.194,0	1.195,8	1.237,0	1.287,5	1.401,0	1.468,3	1.542,1	1.601,7
Bestandsveränderungen	(3,4)	3,4	(0,9)	1,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	1.046,5	1.197,4	1.194,9	1.238,3	1.287,7	1.401,0	1.468,3	1.542,1	1.601,7
Materialaufwand	(463,5)	(451,6)	(455,0)	(494,3)	(506,6)	(557,6)	(585,8)	(620,2)	(644,1)
Rohertrag	583,0	745,8	739,9	744,0	781,1	843,3	882,5	921,9	957,5
Personalaufwand	(110,1)	(118,0)	(126,5)	(140,5)	(141,4)	(143,6)	(144,4)	(146,8)	(152,5)
Sonstige betriebliche Erträge	40,1	41,9	44,0	26,0	23,9	25,9	31,6	37,0	60,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(152,2)	(173,4)	(168,9)	(166,6)	(159,5)	(152,0)	(159,7)	(169,1)	(173,9)
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	360,8	496,3	488,4	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	691,5
Abschreibungen	(193,7)	(275,1)	(293,1)	(297,6)	(305,9)	(319,6)	(328,9)	(338,1)	(361,0)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	167,1	221,3	195,4	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	330,5
Finanzergebnis				(73,4)	(75,6)	(79,6)	(89,4)	(87,3)	(97,2)
Ergebnis vor Steuern (EBT)				91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	233,4
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag				(20,6)	(28,2)	(40,8)	(45,5)	(52,7)	(58,1)
Konzernergebnis				71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	175,3
Kennzahlen									
Veränderung Umsatzerlöse p.a.	n.a.	13,7%	0,2%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	3,9%
Veränderung Gesamtleistung p.a.	n.a.	14,4%	(0,2%)	3,6%	4,0%	8,8%	4,8%	5,0%	3,9%
Kapitalrentabilität (ROCE)	5,8%	6,1%	4,9%	4,1%	4,8%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%
Kennzahlen in % der Umsatzerlöse									
Materialaufwand	44,2%	37,8%	38,1%	40,0%	39,3%	39,8%	39,9%	40,2%	40,2%
Rohertrag	55,5%	62,5%	61,9%	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%	59,8%
Personalaufwand	10,5%	9,9%	10,6%	11,4%	11,0%	10,3%	9,8%	9,5%	9,5%
Sonstige betriebliche Erträge	3,8%	3,5%	3,7%	2,1%	1,9%	1,8%	2,2%	2,4%	3,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,5%	14,5%	14,1%	13,5%	12,4%	10,9%	10,9%	11,0%	10,9%
EBITDA	34,4%	41,6%	40,8%	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	43,2%
Abschreibungen	18,5%	23,0%	24,5%	24,1%	23,8%	22,8%	22,4%	21,9%	22,5%
EBIT	15,9%	18,5%	16,3%	13,4%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	20,6%
Finanzergebnis	n.a.	n.a.	n.a.	5,9%	5,9%	5,7%	6,1%	5,7%	6,1%
EBT	n.a.	n.a.	n.a.	7,4%	9,5%	12,4%	13,1%	14,1%	14,6%
Konzernergebnis	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%	7,3%	9,5%	10,0%	10,7%	10,9%

Quelle: BDO Analyse, Prüfungsberichte, Management Informationen

Tabelle 22: Ertragslage über den gesamten Planungszeitraum einschließlich Fortführungsphase

363. Das Konzernergebnis in der Fortführungsphase beträgt EUR 175,3 Mio. und übersteigt das Konzernergebnis des letzten Planjahres 2025 um 6,3 %. Der von der VTG AG angestrebte ROCE in Höhe von 6,5 % wird in der Fortführungsphase erreicht. Dieser liegt deutlich über dem durchschnittlichen ROCE von 5,6 % im Zeitraum von 2018 bis 2020. Die der Bewertung der VTG AG zugrundeliegende nachhaltige Kapitalrentabilität erachten wir daher als ambitioniert.

121 Vgl. Tz. 358.
122 Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 149.
123 Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 128.

364. Im Ergebnis stellen wir fest, dass das Konzernergebnis sowie der nachhaltige Investitionsbedarf in der Fortführungsphase auf Basis sachgerechter Annahmen ermittelt wurde. Das angesetzte Ergebnis- und Investitionsniveau erachten wir als angemessen.

8. Ausschüttungsannahme

365. Der Bewertungsgutachter legt differenzierte Annahmen zum Ausschüttungsverhalten in den einzelnen Phasen der bewertungsrelevanten Planung zugrunde.

Planjahre 2021 bis 2023

366. Der Bewertungsgutachter bildet im Rahmen der Ertragswertermittlung nach persönlichen Steuern die Ausschüttung der Mittel ab, die nicht zur Finanzierung bzw. zur Ausübung der geplanten Geschäftstätigkeit der VTG AG unter Berücksichtigung der operativen Mindestliquidität[124] benötigt werden.

367. Die Gewinnthesaurierungen sind in vertretbarer Weise berücksichtigt.

368. Wir stellen fest, dass die getroffene Annahme sachgerecht ist.

Strategische Planungsfortschreibung für die Jahre 2024 und 2025

369. Für die Jahre 2024 bis 2025 liegt keine Gewinnverwendungsplanung der Gesellschaft vor. Für diese Jahre wurde vom Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote in Höhe von 45 % des Jahresergebnisses angenommen. Die Ausschüttungsquote setzt der Bewertungsgutachter in Höhe der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group in den Jahren 2018 bis 2020 an.[125]

370. Die Annahme bildet ein zur Alternativanlage äquivalentes Ausschüttungsverhalten ab und ist sowohl üblich in der Bewertungspraxis als auch sachgerecht.[126]

371. Der Bewertungsgutachter hat für die Jahre 2024 und 2025 die thesaurierten Mittel, welche nicht zur Finanzierung bzw. die Ausübung der geplanten Geschäftstätigkeit der VTG AG unter Berücksichtigung der operativen Mindestliquidität[127] benötigt werden, mangels einer konkretisierten anderweitigen Verwendung im Unternehmenskonzept werterhöhend durch fiktive Zurechnung als Wertbeiträge aus Thesaurierung an die Anteilseigner abgebildet.

372. Wir stellen fest, dass die getroffene Annahme sachgerecht ist.

Fortführungsphase (2026ff.)

373. In der Fortführungsphase wurde vom Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote in Höhe von 45 % des Jahresergebnisses angenommen. Die Ausschüttungsquote setzt der Bewertungsgutachter

[124] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 125.
[125] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 126.
[126] Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A, Tz. 280.
[127] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 147.

in Höhe der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group im den Jahren 2018 bis 2020 an.[128]

374. Die Annahme bildet ein zur Alternativanlage äquivalentes Ausschüttungsverhalten ab und ist sowohl üblich in der Bewertungspraxis als auch sachgerecht.[129]

375. Der Bewertungsgutachter hat für die Fortführungsphase die thesaurierten Mittel, welche nicht zur kapitalstrukturneutralen Finanzierung der nachhaltigen Reinvestitionen bzw. die Ausübung der geplanten Geschäftstätigkeit der VTG AG unter Berücksichtigung der operativen Mindestliquidität[130] sowie des nachhaltigen Wachstums benötigt werden, werterhöhend durch fiktive Zurechnung als Wertbeiträge aus Thesaurierung an die Anteilseigner abgebildet.

376. Wir halten die bei der Bewertung der VTG AG getroffenen Annahmen zum Ausschüttungsverhalten in den einzelnen Phasen der bewertungsrelevanten Planung für sachgerecht.

9. Ertragsteuern der Anteilseigner

377. Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

378. Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Bewertungsmodell einerseits bei der Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse und andererseits bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigt.

379. Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Gewinnverwendung.

380. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge grundsätzlich mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, mithin 26,375 %.

381. Die Berücksichtigung der Steuerentlastung aufgrund der Nutzung des bestehenden steuerlichen Einlagenkontos hat der Bewertungsgutachter berücksichtigt.[131] Durch die Nutzung des steuerlichen Einlagenkontos können die Ausschüttungen, die den ausschüttbaren Gewinn nach § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigen, zunächst steuerfrei erfolgen. Diese Ausschüttungen werden steuerlich jedoch als Einlagenrückgewähr behandelt. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt zu einer Verminderung der steuerlichen Anschaffungskosten, so dass bei Veräußerung der Anteile ein Veräußerungsgewinn realisiert wird, der wiederum der Abgeltungsteuer unterliegt. Wirtschaftlich betrachtet handelt es sich lediglich um eine Steuerstundung. Analog zu den Annahmen bei den

[128] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 126.
[129] Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A, Tz. 280.
[130] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 125.
[131] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 146.

fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungen[132] hat der Bewertungsgutachter diesen Steuerstundungseffekt durch Berücksichtigung eines Steuersatzes in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, im Ergebnis 13,1875 %, abgebildet.

382. Die fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungen werden im Bewertungsmodell mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 %, belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass die Anteilseigner Kursgewinne in Folge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Aktien unendlich lange halten werden.

383. Wir halten die bei der Bewertung der VTG AG angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, die das übliche Vorgehen in der Bewertungspraxis widerspiegelt, für eine sachgerechte Typisierung.

384. Im Ergebnis halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht und anlassbezogen geeignet.

10. Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse

385. Nachfolgende Abbildung zeigt die Ableitung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse der VTG AG:[133]

Ableitung der finanziellen Überschüsse - VTG AG	Planung			Strat. Fortschr.		TV
Mio. EUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
Konzernergebnis	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	175,3
Dividende vor persönlichen Steuern	-	39,6	32,8	65,8	74,2	78,9
Ausschüttungsquote	-	*42,0%*	*24,5%*	*45,0%*	*45,0%*	*45,0%*
davon Einlagewückgewähr	-	13,7	-	-	-	-
pers. Steuern auf Einlagerückgewähr	-	1,8	-	-	-	-
davon regulär zu besteuernde Dividende	-	26,0	32,8	65,8	74,2	78,9
pers. Steuern auf regulär zu besteuernde Dividende	-	6,8	8,6	17,4	19,6	20,8
Dividende nach persönlichen Steuern	-	31,0	24,1	48,4	54,6	58,1
Gewinnthesaurierung	71,2	54,8	100,8	45,1	50,1	8,8
Fiktive Hinzurechnung vor persönlichen Steuern	-	-	-	35,3	40,6	87,6
Persönliche Steuern auf fiktive Thesaurierung	-	-	-	4,7	5,4	11,5
Fiktive Hinzurechnung nach persönlichen Steuern	-	-	-	30,7	35,3	76,0
Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern	-	31,0	24,1	79,1	89,9	134,1

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme Value Trust

Tabelle 23: Ermittlung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse

[132] Vgl. Tz. 382

[133] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 147.

iv. Kapitalisierungszinssatz

386. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch repräsentiert der Kapitalisierungszinssatz die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

387. Den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Rendite der Alternativanlage bildet die Rendite einer Anlage in risikoäquivalente Unternehmensanteile. Dies gilt unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, da allen Anteilseignern grundsätzlich die gleiche Alternativanlage zur Verfügung steht.[134] Die Alternativrendite zum Bewertungsobjekt stellt somit die aus dieser Anlagemöglichkeit erzielbare Rendite dar (Kapitalisierungszinssatz).

388. Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Form eines Aktienportfolios in Betracht. Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen risikolosen Anteil und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.[135] Die risikolose Komponente des Kapitalisierungszinssatzes wird hierbei regelmäßig aus der Rendite einer sicheren Staatsanleihe ermittelt (Basiszins). Wir haben uns mit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses wie folgt auseinandergesetzt:

1. Basiszins

389. Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.[136] 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 Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.[137]

390. Für die Ableitung des Basiszinssatzes bei der VTG AG ist der Bewertungsgutachter von einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der

[134] Vgl. IDW S 1, Abschn. 7.2.4.1, Tz. 114.
[135] Vgl. IDW S 1, Abschn. 7.2.4.1, Tz. 115.
[136] Vgl. IDW S 1, Abschn. 7.2.4.1, Tz. 116.
[137] Vgl. IDW S 1, Abschn. 7.2.4.1, Tz. 117.

Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.[138]

391. Der Bewertungsgutachter ermittelt auf diese Weise entsprechend den berufsständischen Empfehlungen einen gerundeten Basiszins vor persönlichen Steuern von 0,3 %.

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

393. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten 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.[139]

394. In der Bewertungspraxis wird aus Praktikabilitätsgründen regelmäßig aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet. Hierbei wird grundsätzlich eine Rundung des einheitlichen Basiszinssatzes auf ¼-Prozent empfohlen.[140] Aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes empfiehlt der FAUB bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Zinssatz von weniger als 1,0 % eine Rundung auf lediglich 1/10-Prozentpunkte vorzunehmen.[141]

395. In den Empfehlungen des FAUB wird zur Ableitung eines einheitlichen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve ein typisierter, durchgängig um 1 % wachsender Ertragsstrom angenommen.[142] Wir haben in eigenen Berechnungen überprüft, inwieweit sich der hieraus abgeleitete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz von dem Basiszinssatz unterscheidet, der sich auf Basis des individuellen Ertragsstroms der VTG AG ergibt.

396. Für den Dreimonatszeitraum vom 17. April 2021 bis zum 16. Juli 2021, also unmittelbar vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit, ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik sowohl unter Berücksichtigung eines typisiert wachsenden Ertragsstroms als auch unter Berücksichtigung des individuellen Ertragsstroms der VTG AG bei Anwendung der berufsständischen Rundungsregeln auf 1/10-Prozentpunkte ein einheitlicher gerundeter Basiszinssatz in Höhe von 0,3 %.

---

[138] Vgl. IDW, Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S1 i.d.F. 2008, Stand 6. April 2016, S. 5.

[139] Vgl. IDW-Fachnachrichten Nr. 8/2005, S. 555.

[140] Vgl. IDW, Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S1 i.d.F. 2008, Stand 6. April 2016, S. 6.

[141] Vgl. IDW life, Ausgabe 8/2016, S. 623, „Rundung beim Basiszinssatz vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes".

[142] Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A, Tz. 379.

397. Der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern wurde vom Bewertungsgutachter sachgerecht ermittelt.

398. Der Bewertungsgutachter hat die persönlichen Steuern auf den Basiszinssatz berücksichtigt und es ergibt sich ein einheitlicher Basiszins nach persönlichen Steuern von 0,22%.

399. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung sind die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund einer zwischen Abgabe des Prüfungsberichts und dem Tag der Hauptversammlung eingetretenen Zinsänderung eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ergibt.

2. Risikozuschlag

400. Der risikolose Basiszins ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Dadurch soll das Risiko eines unternehmerischen Engagements im Rahmen der Beteiligung an einem Unternehmen abgebildet werden.

401. Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist zur Bestimmung des Risikozuschlags nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf die allgemeine Preisbildung am Kapitalmarkt abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Der Risikozuschlag kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden.

402. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikozuschläge ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Gemäß dem CAPM setzt sich der Risikozuschlag aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Betafaktor zusammen.

403. Da Aktienrenditen und Risikozuschläge grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der unterschiedlichen Wirkungen persönlicher Ertragsteuern in Deutschland auf Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne erweitert. Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem (um die Ertragsteuer gekürzten) Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen. Der Risikozuschlag nach Ertragsteuern ist analog zum CAPM das Produkt aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern.

Marktrisikoprämie

404. Nach dem CAPM ist die Marktrisikoprämie eine Residualgröße, welche der Saldogröße zweier empirisch beobachtbarer Größen, nämlich der Marktrendite (am Aktienmarkt erwirtschaftbare Rendite) und dem risikolosen Basiszins, entspricht:

405. Marktrisikoprämie = Marktrendite – Basiszinssatz

406. Die Marktrisikoprämie bringt zum Ausdruck, welche Mehrrendite Investoren gegenüber dem risikolosen Zins im Durchschnitt für eine Anlage in das risikobehaftete Marktportfolio fordern, mithin also den Marktpreis für die Übernahme von Risiko. Ausgangspunkt jeglicher Betrachtung zur Marktrisikoprämie ist somit immer die Marktrendite.

407. Der FAUB empfiehlt regelmäßig Bandbreiten für die Marktrisikoprämie vor sowie nach persönlichen Steuern. Am 25. Oktober 2019 wurden „Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB" veröffentlicht,[143] in denen vom FAUB erläutert wird, dass die Kapitalkostenempfehlungen anzupassen sind, wenn die bisherigen Empfehlungen insgesamt zu Kapitalkosten führen, die nicht mehr zu den empirischen Beobachtungen am Kapitalmarkt passen.

408. Bei einem risikolosen Zinssatz (Basiszins) von rd. null Prozent würde die vorherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,5 % bis 7,0 %[144] gleichzeitig bedeuten, dass im Bewertungskalkül von einer Gesamtrenditeerwartung für den Markt in eben dieser Höhe ausgegangen würde. Nach Ansicht des FAUB liegt bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen die nominale Gesamtrendite des Markts indes eher in einer Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 %.

409. Aus diesem Grund hat der FAUB in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 % anzuheben. Der FAUB weist darauf hin, dass er sich damit tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert. Dies führte auch zu einer entsprechenden Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0 % bis 6,5 %. Die Veröffentlichung „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen" bestätigt die am 25. Oktober 2019 empfohlenen Bandbreiten für die Marktrisikoprämie.[145]

410. Der Bewertungsgutachter erachtet mit Verweis auf in der Vergangenheit erzielte Marktrenditen sowie auf anhand der Schätzungen von Analysten abgeleitete, implizite Marktrenditen unter Berücksichtigung des aktuellen Basiszinssatzes eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in einer Bandbreite 7,0 % bis 8,0 % für angemessen. Die vom Bewertungsgutachter als angemessen erachtete Marktrisikoprämie entspricht der oberen Hälfte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie. Der Bewertungsgutachter wendet, mit Verweis auf die Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen, den Mittelwert der empfohlenen Bandbreite des FAUB zu verwenden, im Rahmen der Bewertung der VTG AG eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0 % und nach persönlichen Steuern von 5,75 % an. Diese beiden Größen

[143] Vgl. IDW, „Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB" vom 25. Oktober 2019, https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158.

[144] Vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, WPg 2012 S. 1125.

[145] Vgl. IDW, „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen" vom 25. März 2020, https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/corona-virus--fachlicher-hinweis-zu-den-auswirkungen-auf-unternehmensbewertungen/122886.

entsprechen dem jeweiligen Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite. In einer Sensitivitätsberechnung verwendet der Bewertungsgutachter zudem eine Marktrisikoprämie von 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 6,5 % nach persönlichen Steuern.[146]

Eigene Analysen zur Beurteilung der Marktrisikoprämie

411. Zur Beurteilung der Angemessenheit der bei der Bewertung der VTG AG angesetzten Marktrisikoprämie treffen wir folgende Feststellungen:

412. Veröffentlichte Untersuchungen[147] stützen die Auffassung des FAUB, dass das gegenüber der Vergangenheit gesunkene Zinsniveau insgesamt zu einer gegenüber der Vergangenheit gestiegenen Marktrisikoprämie führt.

413. In der Rechtsprechung liegt mittlerweile eine Reihe von oberlandesgerichtlichen Entscheidungen vor, die die Anhebung der Marktrisikoprämie im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise akzeptieren.[148] Darüber hinaus wird in der überwiegenden Rechtsprechung betont, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich sei[149] bzw. dass es keine mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie gebe.[150] Deshalb handele es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden könne und die dementsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt sei.[151]

414. Wir haben die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie durch eigene Berechnungen zu empirisch beobachtbaren und implizit erwarteten Marktrenditen in der Vergangenheit plausibilisiert. Für die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ist die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % maßgeblich, da der Hauptaktionär die Barabfindung ausgehend von der Unternehmensbewertung durch den Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % festgelegt hat.

---

146 Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 134.

147 Vgl. Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, WPg Heft 19/2013, S. 948 ff.Gleißner, Die Marktrisikoprämie: stabil oder zeitunabhängig, WPg Heft 5/2014, S. 258 ff.; Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg Heft 13/2018, S. 806 ff.

148 Vgl. u.a. OLG München, Beschluss v. 12. Mai 2020 – 31 Wx 361/18; Hanseatisches OLG v. 30. Juni 2016, 13 W 75_14 (Bewertungsstichtag 18. Dezember 2012); OLG Celle v. 17. Juni 2016, 9 W 42_16; OLG Frankfurt am Main v. 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Dresden v. 16. August 2017, 8 W 244/17; OLG Düsseldorf v. 30. April 2018, I 26 W 4/16.

149 Vgl. OLG Düsseldorf v. 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15; v. 15. August 2016, I-26 W 17/13; 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.

150 Vgl. OLG Frankfurt a.M. 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.

151 Vgl. OLG Düsseldorf v. 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15; v. 15. August 2016, I-26 W 17/13; OLG Frankfurt am Main v. 7. Juni 2011, 21 W 2/11; OLG Karlsruhe v. 18. Mai 2016, 12a W 2/15; v. 23. Juli 2015, 12 a W 4/15.

Empirische beobachtbare Marktrendite:

415. Wir haben die jährlichen Renditen des Composite DAX (CDAX), der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien umfasst, untersucht. Dabei haben wir zum einen die von Professor Richard Stehle veröffentlichten Daten[152] für die Jahre 1955 bis 2011 verwendet und zum anderen für die Jahre 2012 bis 2020 korrespondierende Daten erhoben.[153]

416. Im Rahmen dieser Analyse haben wir die beobachtbaren nominalen Renditen des CDAX anhand des Verbraucherpreisindex für Deutschland in reale Renditen überführt. Durch die Betrachtung von realen Renditen werden Effekte eliminiert, die aus einer sich im Zeitverlauf ändernden Inflation resultieren.

417. Unsere fortlaufende Analyse des Mittelwerts der geometrischen und der arithmetischen Durchschnittrenditen für den Zeitraum von 2000 bis 2020 zeigt, dass die reale Marktrendite in den letzten 20 Jahren in einer Bandbreite von rd. 7,3 % bis 9,1 % lag.[154] Für den gesamten Analysezeitraum von 1955 bis Ende 2020 ergibt sich eine reale Rendite in einer Bandbreite von rd. 6,4 % bis 9,1 %.[155]

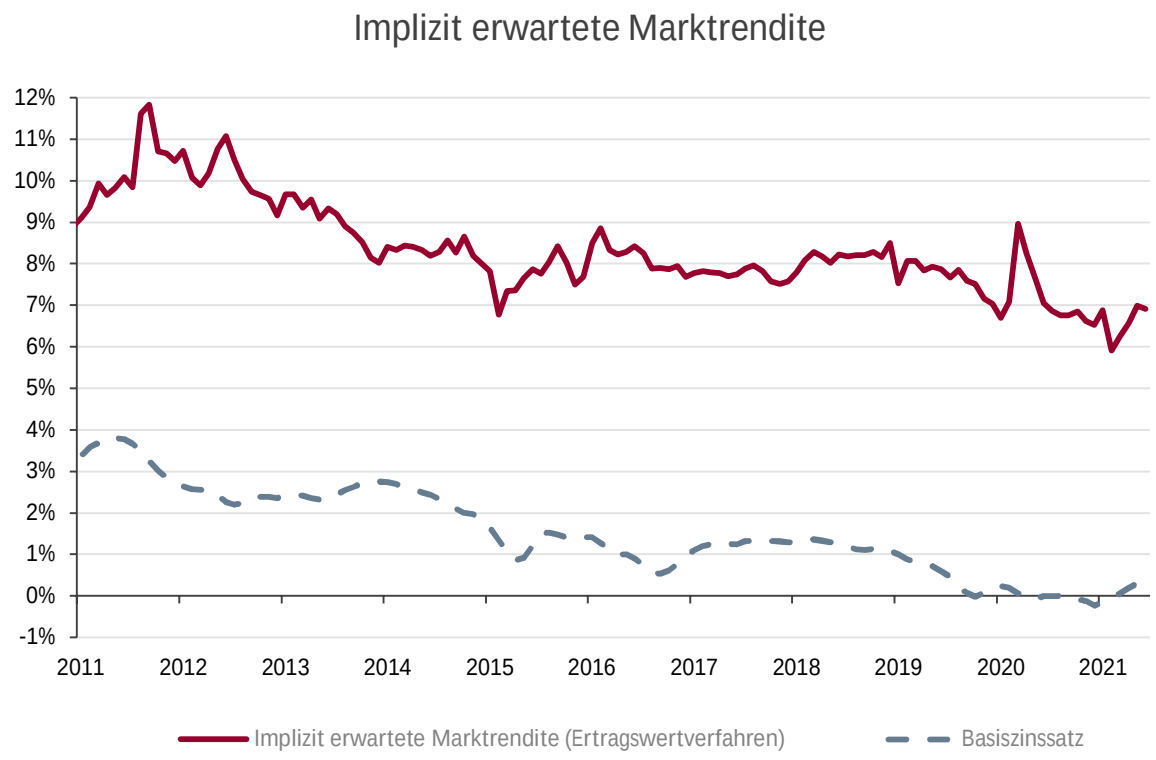
418. Unter Berücksichtigung von aktuellen Prognosen der Inflation im Euroraum für die Jahre 2021 bis 2023 von rd. 1,2 % bis rd. 1,4 %[156] ergibt sich eine Bandbreite für die erwartete nominale Marktrendite von rd. 7,6 % und 10,5 %.

Implizit erwartete Marktrendite:

419. Wir haben die implizit erwarteten Marktrisikoprämien unter Einbezug der Unternehmen des DAX sowie des MDAX[157] im Zeitraum 2010 bis Juni 2021 analysiert.

[152] Vgl. Prof. Richard Stehle, https://www.wiwi.hu-berlin.de/de/professuren/bwl/bb/daten/dax/Stocks.
[153] Quelle: S&P Capital IQ.
[154] Bandbreite ermittelt sich aus dem Minimum bzw. Maximum des Mittelwerts aus dem fortlaufenden arithmetischen Mittelwert und dem geometrischen Mittelwert.
[155] Die Bandbreite bestimmt sich aus dem arithmetischen Mittel und dem geometrischen Mittelwert.
[156] Vgl. Tz. 109.
[157] Die Unternehmen des DAX und MDAX haben eine Marktkapitalisierung, die rund 96,0% der Marktkapitalisierung der Unternehmen des CDAX entspricht. Stand: 19. Juli 2021.

420. Nachstehende Abbildung zeigt die von uns ermittelte implizit erwartete Marktrendite für den Zeitraum von Januar 2010 bis Juni 2021:



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ

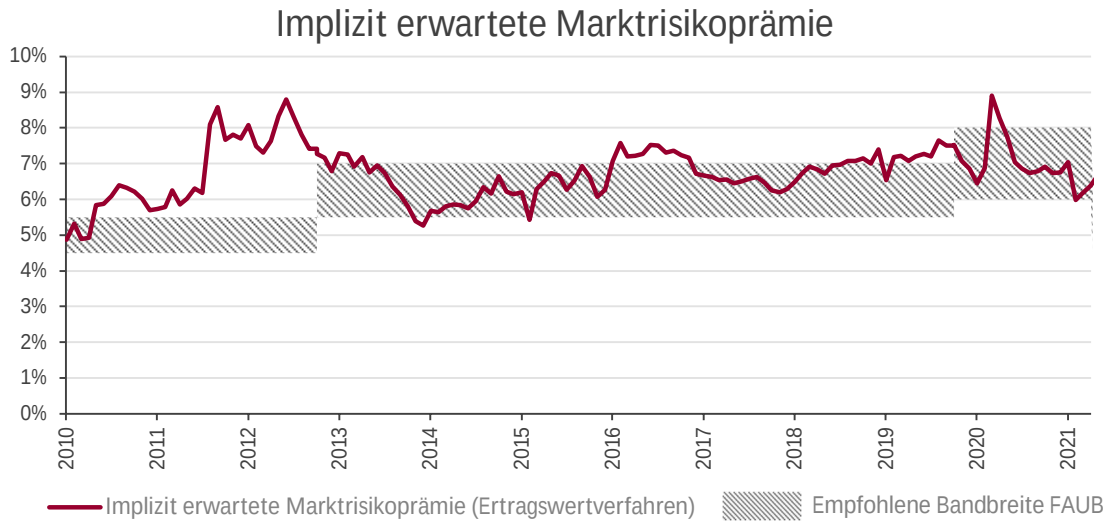
Abbildung 29: Implizit erwartete Markrendite

421. In den Jahren 2020 und 2021 (bis Juni 2021) sind implizit erwartete Marktrenditen in einer Bandbreite von rd. 5,9 % bis 9,0 % - bei einem Monatsmittelwert über diesen von rd. 7,0 % - zu beobachten. Im Juni 2021 betrug die implizit erwartete Marktrendite im Mittel 6,9 %.

422. Die von uns durchgeführten Analysen zur empirisch beobachtbaren Marktrendite sowie der implizit erwarteten Marktrendite ergeben, dass die vom FAUB genannte Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 % für die nominale Gesamtrendite im Einklang mit dem aktuellen Kapitalmarktumfeld steht und daher eine geeignete Ausgangsbasis zur Bestimmung der Marktrisikoprämie im Rahmen der Bewertung der VTG AG bildet.

423. Unter Berücksichtigung des Basiszinssatzes lässt sich die implizit erwartete Marktrendite in die Marktrisikoprämie überführen.

424. Nachstehende Abbildung zeigt die resultierende implizit erwartete Marktrisikoprämie für den Zeitraum von Januar 2010 bis Juni 2021 im Vergleich zur Bandbreite der Marktrisikoprämie gemäß der jeweils gültigen Empfehlung des FAUB.



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ

Abbildung 30: Implizit erwartete Marktrisikoprämie

425. In den Jahren 2020 und 2021 (bis Juni 2021) sind implizit erwartete Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern in einer Bandbreite von rd. 6,0 % bis rd. 8,9 % - bei einem Monatsmittelwert für diesen Zeitraum von rd. 7,0 % - zu beobachten. Im Juni 2021 betrug die implizit erwartete Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern 6,8 %. Der Monatsmittelwert (7,0 %) entspricht dem Mittelwert (7,0 %) der vom FAUB empfohlenen Bandbreite der Markrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0 % bis 8,0 %.

426. Der Ansatz des Bewertungsgutachters steht damit im Einklang mit der vom FAUB auf Basis einer vorsichtigen Gesamtwürdigung der nominalen Marktrendite, die wir durch unsere empirischen Analysen sowie die Ermittlung der implizit erwarteten Marktrendite bestätigt haben, empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern. Ebenso entspricht der Ansatz der Größenordnung der im Mittel auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten ermittelten implizit erwarteten Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern.

427. Die vom Bewertungsgutachter angesetzte und für die Festlegung der Barabfindung maßgebliche Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % entspricht dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite und ist nach Würdigung der vorstehenden Analysen unter Berücksichtigung langfristiger Entwicklungen sowie des aktuellen Kapitalmarktumfelds, des vorherrschenden Zinsniveaus sowie der Kapitalmarkterwartungen der Marktteilnehmer sachgerecht.

Betafaktor

428. Zur Bestimmung der unternehmensspezifischen Risikoprämie wird nach dem (TAX-)CAPM die Marktrisikoprämie mit dem so genannten Betafaktor multipliziert, der das unternehmens- und branchenspezifische Risiko ausdrückt.

429. Der Betafaktor dient im Rahmen des (Tax-)CAPM zur Messung des systematischen unternehmensspezifischen Risikos, durch dessen Höhe die unternehmensspezifische Risikoprämie bestimmt wird. Dabei wird die unternehmensspezifische Risikoprämie im Verhältnis zu einer Anlage in ein möglichst breit gestreutes Marktportfolio gemessen. Die Höhe des Betafaktors gibt an, wie die Rendite der zu bewertenden Anlagemöglichkeit bei einer Änderung der Rendite in das Marktportfolio reagiert. Dabei bedeutet ein Betafaktor größer 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches, ein Betafaktor kleiner 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittliches Risiko. Entsprechend liegt die Risikoprämie ober- oder unterhalb der Marktrisikoprämie.

430. Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor abzuleiten, 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 periodenspezifischen Verschuldungssituation des Bewertungsobjekts berücksichtigt (sog. „relevern").

431. Bei der Bewertung der VTG AG wurde vom Bewertungsgutachter ein unverschuldeter Betafaktor von 0,5 zugrunde gelegt.[158]

432. Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der VTG AG

433. Die Aktien der VTG AG waren vom 28. Juni 2007 bis 8. April 2019 am Regulierten Markt notiert. Seit dem Delisting im April 2019 werden die Aktien der Gesellschaft lediglich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

434. Der Bewertungsgutachter verwirft den eigenen Betafaktor der Gesellschaft, da die Aktie der VTG AG im Freiverkehr über eine unzureichende Liquidität verfüge. Zudem könnten in Verbindung mit den Kurseinflüssen aufgrund des Übernahmeangebots im Jahr 2018 und dem Delisting-Angebot im Jahr 2019 keine statistisch validen Betafaktoren für die VTG AG selbst bestimmt werden.[159]

435. Der Bewertungsgutachter hat den eigenen Betafaktor auch vor der Ankündigung des Übernahmeangebots am 16. Juli 2018 analysiert. Bei der Analyse wurden die Daten verwendet, die zum Bewertungsstichtag mehr als drei Jahre zurückliegen und bis zum Jahr 2013 zurückreichen. Aufgrund

[158] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 137.
[159] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 134.

des fehlenden Stichtagsbezugs hat der Bewertungsgutachter den eigenen Betafaktor vor der Ankündigung des Übernahmeangebots verworfen.

436. Die Analysen des Bewertungsgutachters sind sachgerecht, die hierauf aufbauende Feststellung des Bewertungsgutachters ist zutreffend.

437. Wir haben ergänzend eine eigene Ermittlung des Betafaktors der VTG AG durchgeführt.

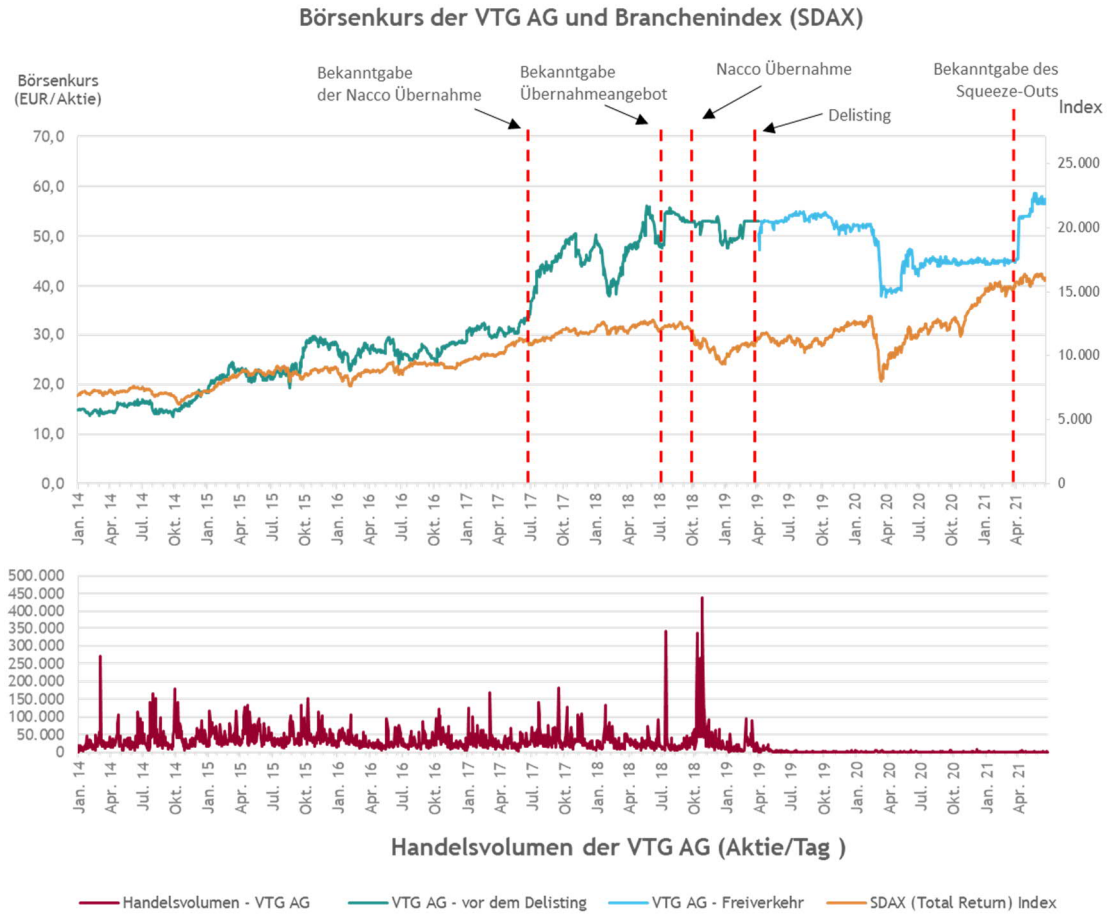
438. Die Ermittlung des historischen Betafaktors erfolgt durch Regression zwischen Aktienrenditen und der Rendite eines Index als Schätzer für das Marktportfolio. Bei der Nutzung historischer Betafaktoren als Orientierungsgröße ist zu beobachten, dass diese je nach gewähltem

- Beobachtungszeitraum
- Renditeintervall (auf Tages-, Wochen- oder Monatsbasis) und
- Vergleichsindex

439. zum Teil stark schwanken und daher in Bezug auf die Abschätzung für die Unternehmensbewertung zu würdigen sind.

440. Die Wahl des Renditeintervalls ist mit der Festlegung des Beobachtungszeitraums verbunden, da zur Ermittlung eines aussagekräftigen Betafaktors über eine Regressionsanalyse eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten benötigt wird. Aufgrund schwankender Börsenumsätze und möglicher Sondereinflüsse wird von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten. Bei längeren Intervallen – etwa Monaten oder Jahren - können 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 des sich im Zeitablauf ändernden Geschäftsmodells bzw. einer veränderten Unternehmensstrategie keine Vergleichbarkeit in die Zukunft angenommen werden kann.

441. Nachstehende Abbildung zeigt die langfristige Entwicklung des Börsenkurses und des Handelsvolumens der VTG AG Aktie im Vergleich zum Small-CAP-DAX (SDAX):



Quelle: BDO Analyse, S&P Capital IQ

Abbildung 31: Börsenkurs und Handelsvolumen der VTG AG in EUR/Aktie und Stk./Tag

442. Die Entwicklung des Aktienkurses der VTG AG wurde durch die Bekanntgabe des Übernahmeangebots durch Warwick im Juli 2018 sowie das Delisting-Erwerbsangebot maßgeblich beeinflusst. Zuvor führte insbesondere die Ankündigung zur Übernahme der Nacco Gruppe im Juli 2017 zu einem steilen Kursanstieg. Der Vollzug der Nacco Übernahme im Oktober 2018 hatte hingegen keine signifikante Auswirkung auf den Aktienkurs der VTG AG.

443. Nach Vollzug des Delistings ist ein deutlicher Rückgang des täglichen Handelsvolumens zu beobachten.

444. Die COVID-19 Pandemie führt zum sprunghaften Einbruch des Kurses der VTG AG unter EUR 40,00 je Aktie im März 2020. Im zweiten Quartal des Jahres 2020 konnte sich der Börsenkurs der VTG AG zwar zunächst erholen, verharrte dann jedoch – entkoppelt vom Verlauf des SDAX – relativ stabil auf einem Niveau von rund EUR 45,00. Nach der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze-Out

durchzuführen, am 12. April 2021 ist der Kurs der VTG AG deutlich um rund EUR 10 je Aktie angestiegen.

445. Die Analyse des Kurses der Aktien der VTG AG zeigt eine Reihe von erheblichen Sondereinflüssen auf, die dazu führen könnten, dass der Betafaktor der VTG AG das systematische Risiko nicht zutreffend reflektiert. Ungeachtet dessen haben wir den eigenen Betafaktor vor Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze-Out durchzuführen, für einen 5-Jahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen sowie einen 2-Jahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen ermittelt.

446. Als Vergleichsindex wurde der CDAX als landesbreitester Aktienindex in Deutschland verwendet.

447. Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis vielfach der sogenannte t-Test genutzt, um die statistische Signifikanz des Betafaktors abzuleiten. 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 Aktienindexes) wird aus dem Regressionskoeffizienten Betafaktor und dessen Standardfehler berechnet.

448. Unabhängig von der Frage, ob die Verwendung des t-Test und die damit abgeleitete statistische Signifikanz als Gütekriterium der Belastbarkeit eines Betafaktors geeignet ist, haben wir die beobachteten Betafaktoren auch anhand des t-Tests auf statistische Signifikanz überprüft.

449. In der Bewertungspraxis wird daneben die statistische Signifikanz von Betafaktoren oftmals auch anhand des Bestimmtheitsmaßes R^2 untersucht. R^2 ist ein Maß für die Güte der statistischen Regression. Es beschreibt, welcher Teil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt wird. Es kann grundsätzlich Werte zwischen 0 und 1 annehmen.

450. Nachstehende Tabelle zeigt ermittelten Betafaktoren für die benannten Zeiträume.

Betafaktorenanalyse vor Bekanntgabe des Squeeze Outs - VTG AG						
Stichtag: 12.04.2021	Raw Beta	Debt Beta	Unlevered Beta	t-test	R2	Standardfehler
5 Jahre, monatlich	0,41	0,18	0,25	signifikant	0,08	0,18
2 Jahre, wöchentlich	0,20	0,18	0,19	signifikant	0,11	0,06

Quelle: S&P Capital IQ, BDO Analyse

Tabelle 24: Eigener Betafaktor

451. Zunächst ist festzustellen, dass die ermittelten Betafaktoren für die einzelnen Beobachtungszeiträume stark variieren. So liegen die verschuldeten Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,20 bis 0,41, wobei jeweils ein äußerst niedriges Bestimmtheitsmaß (R^2) von 0,08 bzw. 0,11 festzustellen ist.

452. Niedrige Bestimmtheitsmaße können einen fehlenden Zusammenhang zwischen abhängiger (Rendite des Bewertungsobjekts) und unabhängiger Variable (Marktrendite) signalisieren. So bedeutet der Wert von 0,08, dass die Variabilität der Rendite des CDAX lediglich zu 8,0 % die Variabilität der Rendite der Aktie der Gesellschaft erklärt.

453. Die beobachteten Bestimmtheitsmaße in der Größenordnung 0,08 bzw. 0,11 zeigen, dass die Entwicklung der Rendite der Aktie der VTG AG im beobachteten Zeitraum zum überwiegenden Teil von weiteren Faktoren als nur von der Entwicklung der Rendite des Marktes beeinflusst wird.

454. In der aktuellen Literatur und zunehmend in der Bewertungspraxis sowie in der Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien die Liquidität der betrachteten Aktie zur Beurteilung der Eignung eines Betafaktors verwendet.[160]

455. Wir haben daher für die Aktien der VTG AG eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir für den Analysezeitraum bis zum 12. April 2021 insbesondere folgende Merkmale analysiert:

- Relation aus Tagen mit Handel der VTG AG Aktie zu möglichen Börsentagen
- Relative Geld-/Briefspanne: Differenz aus dem besten verbindlichen Kauf- und Verkaufspreis dividiert durch den Mittelwert aus dem besten verbindlichen Kauf- und Verkaufspreis
- Handelsvolumen

456. Nachstehende Tabelle fasst die Analyseergebnisse zusammen:

Liquidität der Aktie - VTG AG Stichtag: 12.04.2021	2 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, monatlich
Handelstage in % der Börsentage	100,0%	100,0%
Durchschnittliche Geld-/Briefspanne pro Tag in %	2,0%	1,1%
Durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in % der ausstehenden Aktien	0,1%	1,2%

Quelle: S&P Capital IQ, BDO Analyse

Tabelle 25: Liquiditätsanalyse der Aktie der VTG AG

457. Die Aktie der VTG AG wurde im Betrachtungszeitraum an nahezu allen Börsentagen gehandelt.

458. In den zwei Jahren vor der Ankündigung des Squeeze-Out lag die durchschnittliche Geld- / Briefspanne mit 2,0 % deutlich oberhalb der vor dem Delisting beobachtbaren Geld- / Briefspanne von 0,4 % und oberhalb der marktüblichen durchschnittliche Geld- / Briefspanne von rd. 1,5 % (CDAX).

459. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in Bezug auf die ausstehenden Aktien lag in den betrachteten Zeiträumen bei 0,1% bzw. 1,2%.

460. Die Analyseergebnisse der statistischen Gütekriterien wird durch die Erkenntnisse aus der Analyse der Liquidität der Aktien der VTG AG verstärkt. Die für den Zeitraum vor dem Squeeze-Out ermittelbaren Betafaktoren weisen insbesondere äußerst niedrige Bestimmtheitsmaße sowie in Bezug auf den unmittelbaren 2-Jahreszeitraum vor der Ankündigung des Squeeze-Out auch eine geringe Liquidität auf.

461. Der unternehmenseigene Betafaktor ist auf Basis der Ergebnisse unserer Analysen des Aktienkurses, der statistischen Gütekriterien sowie der Liquidität der Aktie der VTG AG nicht als Maßstab für das

[160] Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A, Tz. 407 ff. u. Kap. C, Tz. 126.

systematische operative Risiko des Bewertungsobjekts geeignet und lässt keine Aussage über das künftige operative Risiko der VTG AG zu. Der unternehmenseigene Betafaktor bietet damit keine validen Anhaltspunkte für den künftigen Betafaktor der VTG AG und ist damit für Bewertungszwecke nicht heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

462. Der Bewertungsgutachter hat für die Ableitung des Betafaktors eine Peer Group Analyse durchgeführt. Zur Identifikation der Peer Group hat der Bewertungsgutachter durch ein mehrstufiges Vorgehen börsennotierte Unternehmen identifiziert, die anhand qualitativer und quantitativer Kriterien auf ihre Vergleichbarkeit mit der VTG AG überprüft wurden.

463. Durch die qualitativen Kriterien wurden die operative sowie geographische Vergleichbarkeit sichergestellt. Im Rahmen der regionalen Vergleichbarkeit wurden die Unternehmen einbezogen, die in den Märkten (Europa, Russland und Nordamerika) tätig sind, in denen die VTG AG ihr Geschäft im Wesentlichen betreibt. Die quantitative Vergleichbarkeit hat der Bewertungsgutachter durch Vergleich der Höhe der Umsatzerlöse, der EBITDA-Marge und der Kapitalintensität analysiert. Im Ergebnis hat der Bewertungsgutachter zunächst die folgenden sechs Gesellschaften als Vergleichsunternehmen identifiziert: GATX Corporation, Touax SCA, Trinity Industries, Inc, Globaltrans Investment Plc, PKP Cargo S.A. und Aves One AG.[161]

464. Für die Touax SCA sowie der Aves One AG gibt der Bewertungsgutachter keine Betafaktoren an, da diese nicht als statistisch signifikant erachtet werden.

465. Bezüglich weiterer Einzelheiten der ausgewählten Peer Group-Unternehmen verweisen wir auf die entsprechenden Ausführungen des Bewertungsgutachters.[162]

466. Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zum 5. Juli 2021 erhoben. Aufgrund der COVID-19 Pandemie können sich zum Analysestichtag (5. Juli 2021) Verzerrungen in den beobachtbaren Unternehmens- und Marktrenditen ergeben haben, welche sich insbesondere durch sehr hohe Renditesprünge äußern. Um diese Verzerrungen nicht einzubeziehen, hat der Bewertungsgutachter ergänzend zur Analyse der Peer Group-Betafaktoren zum 5. Juli 2021 die Betafaktoren der Peer Group Unternehmen zum Stichtag 21. Februar 2020 analysiert.

467. Bei der Ermittlung der Betafaktoren hat er Zeiträume von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen sowie zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen betrachtet. Als Referenzindex wurden primär die länderspezifischen Marktindizes für die einzelnen Vergleichsunternehmen genutzt. Zur Plausibilisierung hat der Bewertungsgutachter ergänzend die Betafaktoren durch Regressionen mit dem globalen MSCI World-Index und auch mit breiten regionalen Indizes abgeleitet. Die Belastbarkeit der empirisch beobachteten Betafaktoren hat der Bewertungsgutachter anhand

[161] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 78 ff.
[162] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 80 ff.

statistischer Gütekriterien (t-Test und Bestimmtheitsmaß R^2) sowie Liquidität der Aktien der Vergleichsunternehmen beurteilt. Die entsprechenden Arbeitspapiere wurden uns vom Bewertungsgutachter zur Verfügung gestellt.

468. Bei der Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren hat der Bewertungsgutachter Betafaktoren für das Fremdkapital (Debt Beta) berücksichtigt.

469. Auf dieser Basis ergab sich eine Bandbreite der unverschuldeten Betafaktoren im Median von 0,45 (2-Jahreszeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen) bis 0,60 (5-Jahreszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen) zum 5. Juli 2021 bzw. zum 21. Februar 2020 von 0,53 (2-Jahreszeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen) und 0,55 (5-Jahreszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen).

470. Im Ergebnis erachtet der Bewertungsgutachter einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,50 als angemessen.

471. Wir haben die von dem Bewertungsgutachter verwandte Methodik zur Ermittlung der verschuldeten Betafaktoren sowie die Überführung in unverschuldete Größen, die unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Beta berücksichtigt, inhaltlich, rechnerisch sowie bezüglich der verwendeten Rohdaten nachvollzogen. Hierbei haben sich keine Beanstandungen ergeben.

472. Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich Auswahlkriterien, Beobachtungszeitraum und Länge von Renditeintervallen in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir – ergänzend und unabhängig vom Vorgehen des Bewertungsgutachters – eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors vorgenommen.

473. Mit Hilfe der Datenbank Capital IQ des Finanzdienstleisters Standard and Poor's haben wir im ersten Schritt eine Liste von börsennotierten Unternehmen im Bereich Transportation mit Sitz in Europa, Russland und USA generiert. Diese Liste umfasst 319 Unternehmen.

474. Als weitere Kriterien haben wir für die verbleibenden Unternehmen Umsatzerlöse von mindestens EUR 100,0 Mio. sowie ein positives EBITDA vorausgesetzt. Es verbleiben hiernach 159 potenzielle Vergleichsunternehmen.

475. Im nächsten Schritt haben wir die Geschäftstätigkeit der verbliebenen Unternehmen anhand der folgenden Kriterien untersucht: Schienengüterverkehr, Waggonvermietung, Logistik, internationale Tätigkeit. Dies führte zu dem Ausschluss weiterer 124 Unternehmen.

476. Die Geschäftsmodelle der verbleibenden 35 Unternehmen haben wir einer tiefergehenden Analyse unterzogen und dabei die folgenden sechs Unternehmen identifiziert, die über eine eigene Frachtwaggonflotte verfügen sowie einen starken Fokus entweder auf die Waggonvermietung oder auf die Schienengüterlogistik haben:

1. GATX Corporation

2. Trinity Industries, Inc.

3. Globaltrans Investment Plc

4. PKP Cargo S.A.

5. Touax SCA

6. Aves One AG

477. Die Untersuchung der Liquidität der gehandelten Aktien sowie der statistischen Güterkriterien führte zum Ausschluss der Aves One AG und der Touax SCA.

478. Im Ergebnis haben wir eine Vergleichsgruppe von vier Unternehmen identifiziert, die mit der vom Bewertungsgutachter verwendeten Vergleichsgruppe zur Ermittlung des Betafaktors übereinstimmt.

479. Wir haben die verschuldeten Betafaktoren für diese Vergleichsunternehmen auf Basis sowohl wöchentlicher Renditeintervalle für einen Beobachtungszeitraum von zwei Jahren als auch monatlicher Renditeintervalle für Beobachtungszeitraum von fünf Jahren ermittelt. Als Referenzindex wurde jeweils ein möglichst breiter, länderspezifischer Index herangezogen.

480. Für die von uns ermittelte Peer Group haben wir auf Beobachtungszeiträume, die am 16. Juli 2021 enden, folgende Betafaktoren ermittelt:

Betafaktorenanalyse - 2 Jahre wöchentlich					
Stichtag : 16.07.2021	Raw Beta	Unlevered Beta	t-test	R2	Standardfehler
GATX Corporation	0,98	0,46	signifikant	0,43	0,11
Trinity Industries, Inc.	1,02	0,56	signifikant	0,31	0,15
Globaltrans Investment Plc	0,54	0,48	signifikant	0,28	0,09
PKP Cargo S.A.	1,50	0,45	signifikant	0,45	0,14
Mittelwert	1,01	0,49			
Median	1,00	0,47			
Min.	0,54	0,45			
Max.	1,50	0,56			

Quelle: S&P Capital IQ, BDO Analyse

Tabelle *26*: Betafaktoranalyse - 2 Jahre wöchentlich

Betafaktorenanalyse - 5 Jahre monatlich					
Stichtag : 16.07.2021	Raw Beta	Unlevered Beta	t-test	R2	Standardfehler
GATX Corporation	0,98	0,48	signifikant	0,31	0,19
Trinity Industries, Inc.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Globaltrans Investment Plc	0,76	0,66	signifikant	0,33	0,14
PKP Cargo S.A.	1,55	0,61	signifikant	0,53	0,23
Mittelwert	1,10	0,58			
Median	0,98	0,61			
Min.	0,76	0,48			
Max.	1,55	0,66			

Quelle: S&P Capital IQ, BDO Analyse

Tabelle 27: Betafaktoranalyse- 5 Jahre monatlich

481. Der Mittelwert der verschuldeten (unverschuldeten) Betafaktoren der Peer Group für den zwei bzw. fünfjährigen Beobachtungszeitraum beträgt 1,01 bzw. 1,10 (0,49 bzw. 0,58). Der unverschuldete Betafaktor im Mittel über beide Beobachtungszeiträume liegt bei 0,54.

482. Die Abweichungen der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group Unternehmen im Vergleich zu den Angaben des Bewertungsgutachters haben wir im Detail analysiert. Diese lassen sich auf die unterschiedliche Schätzung des Verschuldungsgrads sowie der Zinskonditionen zurückführen. Ein abweichendes Gesamturteil bezüglich des für Bewertungszwecke angenommenen unverschuldeten Betafaktors ergibt sich hieraus nicht.

483. Alle Betafaktoren haben wir anhand des t-Test sowie des Bestimmtheitsmaßes auf statische Validität geprüft. Darüber hinaus haben wir die täglichen Handelsvolumina und die durchschnittlichen, täglichen Geld- / Briefspannen analysiert. Wir haben keine Indikatoren festgestellt, die für einen Ausschluss sprechen.

484. Für die von uns ermittelte Peer Group haben wir ergänzend für Beobachtungszeiträume, die am 21. Februar 2020 enden, Betafaktoren ermittelt. Dieser Zeitpunkt liegt unmittelbar vor den erheblichen Auswirkungen der COVID-19 Pandemie auf die Kapitalmärkte. Damit ist sichergestellt, dass die ermittelten Betafaktoren unverzerrt bezüglich der Folgen der COVID-19 Pandemie sind. Der Mittelwert der von uns ermittelten unverschuldeten Betafaktoren für den zwei bzw. fünfjährigen Beobachtungszeitraum liegt jeweils oberhalb von 0,54.

485. Ausgehend von diesen Analysen stellen wir fest, dass der vom Bewertungsgutachter angesetzte Betafaktor von 0,5 leicht unterhalb des Mittelwertes der von uns aktuell über einen Zweijahreszeitraum bzw. Fünfjahreszeitraum ermittelten unverschuldeten Betafaktor von 0,54 liegt. Auch die ergänzende Analyse vor Beeinträchtigung des Kapitalmarkts durch die Auswirkungen der COVID-19 Pandemie bestätigt das Analyseergebnis.

486. Zusammenfassend erachten wir den bei der Bewertung der VTG AG angesetzten Betafaktor von 0,5 als angemessen.

3. Wachstumsabschlag

487. Eine quasi-sichere Alternativanlage erbringt definitionsgemäß in der Zukunft Erträge, deren nominale Höhe so gut wie sicher bestimmt ist und die auch bei Änderung des realen Geldwerts konstant bleibt. Dagegen bietet die Investition in ein Unternehmen die Chance einer nominalen Steigerung der Unternehmensergebnisse bei Verminderung des realen Geldwerts durch Überwälzung der Geldentwertung auf die Leistungspreise.

488. Diese Überschusswachstumsperspektive wird in dem Zeitraum, für den es konkrete Ertrags- und Aufwandsplanungen gibt, bei der Bemessung der Beträge unmittelbar berücksichtigt. In der Fortführungsphase erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch durch einen Abschlag beim Zins (Wachstumsabschlag).

489. Für die Bewertung der VTG AG wurde durch den Bewertungsgutachter unter Hinweis auf die erwartete Geldentwertungsrate in Europa und Deutschland und der Annahme einer gewissen Weitergabe von Preiserhöhungen bei langfristigen Mietverträgen und einer konstanten Bestandsflotte ohne weiteres Mengenwachstum eine nachhaltige, branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,0 %

(vor persönlichen Steuern) bei einer Marktrisikoprämie in Höhe von 7,0 % (vor persönlichen Steuern) angesetzt.

490. Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag um die Belastung mit persönlichen Steuern gekürzt. Dies erfolgte unter Berücksichtigung eines Steuersatzes in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 %, auf inflationsbedingte Wertsteigerungen. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass die Anteilseigner Kursgewinne in Folge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Aktien unendlich lange halten werden.

491. Den Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern in Höhe von 0,87 % hat der Bewertungsgutachter im Rahmen seiner Unternehmensbewertung unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % berücksichtigt.[163]

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter zur Verdeutlichung der Sensitivität des Unternehmenswerts in Bezug auf die Marktrisikoprämie von 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 6,5 % nach persönlichen Steuern einen Wachstumsabschlag auf 1,5 % vor persönlichen Steuern bzw. 1,30 % nach persönlichen Steuern angenommen, um Wechselwirkungen konsistent abzubilden.

492. Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

493. Maßgeblich für die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung war die Kombination von Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern in Höhe von 0,87 % sowie Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 %. Wir haben daher im Rahmen unserer Prüfung untersucht, ob der Ansatz eines nachhaltigen Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern in Höhe vom 0,87 % sachgerecht ist.

494. Das Wachstum finanzieller Überschüsse von Unternehmen basiert grundsätzlich auf der Thesaurierung von erwirtschafteten Überschüssen und deren Wiederanlage sowie aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Der Ansatz eines ergänzenden Wachstumsabschlags ist somit nicht angezeigt.

495. In der Detailplanungsphase der Jahre 2021 bis 2025 sind dies Wachstumspotentiale der VTG AG in der Planungsrechnung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet und – mit Ausnahmen der Ambitionierungen - durch konkrete Maßnahmen und Investitionen unterlegt.

496. In der Fortführungsphase ab dem Jahr 2026 ff. werden lediglich die substanzerhaltenen Investitionen unterstellt und die thesaurierten Beträge den Anteilseignern fiktiv zugerechnet (thesaurierungsbedingtes Wachstum).

497. Für das darüber hinaus bewertungstechnisch im Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszins abzubildende preisbedingte Wachstum bildet die allgemeine Inflationserwartung einen ersten Anhaltspunkt. Im Euroraum werden für die Jahre 2021 bis 2026 Inflationsraten von rd. 1,4 % bis rd.

[163] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 147.

1,8 %[164] erwartet. In der Langzeitprognose wird zumindest für Deutschland eine Annäherung der Inflationsrate an die Zielinflationsrate der EZB von 2,0 % prognostiziert.[165]

498. Hierzu ist zunächst ergänzend festzustellen, dass die konkreten Preissteigerungen, denen die VTG AG unterliegt, von der allgemeinen Geldentwertungsrate abweichen. Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist jedoch stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen.

499. Ein kleiner Teil der Mietverträge in Frankreich umfasst eine vertraglich festgelegte Mietpreisanpassung in Abhängigkeit von der Inflationsrate. Insofern ist die Weitergabe der konsumorientierten Inflationsrate grundsätzlich nur für diesen geringen Anteil der Verträge möglich. Die übrigen Mietverträge enthalten keine Regelungen inflationsbedingter Mietzinsanpassungen.

500. Zudem ist bei Neuvermietung der Waggons und Tankcontainer die Entwicklung der spezifischen Marktmiete ausschlaggebend. Diese orientiert sich nicht an der konsumorientierten Inflationsrate, sondern ist abhängig von Angebot und Nachfrage der Waggons und Tankcontainer, die in Abhängigkeit der Waggonklasse bzw. der Art der Tankcontainer variieren kann.

501. Die Entwicklung der Reparaturkosten sowie Investitionshöhe der VTG AG ist zum einen abhängig von der Entwicklung der Stahl und Rohstoffpreise sowie zum anderen von der Entwicklung der Waggon- und Tankcontainerpreise.

502. Eine Überwälzbarkeit der aus der Inflation abgeleiteten Preissteigerungen in voller Höhe auf die Kunden der VTG AG kann unter Beachtung des Wettbewerbs, der regulatorischen Anforderungen sowie der beschaffungsseitigen Preissteigerungen nicht angenommen werden.

503. Darüber hinaus ist bei der Bestimmung des nachhaltigen Wachstumsabschlags das Zinsniveau einzubeziehen. Der vom Bewertungsgutachter angesetzte Basiszins (vor persönlichen Steuern) beträgt 0,3 %[166] und liegt damit deutlich unterhalb des vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlags (vor persönlichen Steuern) von 1,0 %.

504. Zudem ist festzustellen, dass der vom Bewertungsgutachter angesetzte Wachstumsabschlag in einer von der Bewertungspraxis – unabhängig vom Zinsniveau - häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung liegt.[167]

505. In der Gesamtwürdigung erachten wir den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag von 1,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 0,87 % (nach persönlichen Steuern) als vertretbar.

[164] Vgl. Tz. 109.
[165] Vgl. Tz. 109.
[166] Vgl. Tz. Gutachtliche Stellungnahme von Value Trust, S.130.
[167] Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. C Tz. 127.

4. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

506. Die bei der Bewertung der VTG AG durch den Bewertungsgutachter angesetzten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:[168]

Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Steuern	Planung			Strat. Fortschr.		TV
VTG AG	2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Persönliche Steuern (26.375%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)	(0,08%)
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Verschuldeter Betafaktor	0,82	0,79	0,79	0,78	0,81	0,81
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern vor Wachstumsabschlag	4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,90%
Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern						0,87%
Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Steuern und nach Wachstumsabschlag	4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,03%

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme Value Trust

Tabelle 28: Kapitalisierungszinssatz

507. Wir halten die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Ableitung sowie die periodenspezifische Ermittlung des Kapitalisierungszinses für sachgerecht.

508. Wir weisen darauf hin, dass sich im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der VTG AG am 22. September 2021 die Notwendigkeit einer Aktualisierung des Kapitalisierungszinses ergeben kann. Dies wäre bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung einzubeziehen.

v. Ertragswert der VTG AG

509. Der Bewertungsgutachter ermittelt den Marktwert des Eigenkapitals sowohl ohne als auch unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner unter Anwendung unterschiedlicher Bewertungsparameter.

510. Für die Prüfung der Angemessenheit der Abfindung ist der Ertragswert unter Berücksichtigung persönlicher Steuern auf Basis einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % sowie einem Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern von 0,87 % maßgeblich, da der Hauptaktionär die Abfindung auf Basis dieser Bewertungsparameter festgelegt hat.

511. Die folgenden Ausführungen im Prüfungsbericht stellen daher ausschließlich auf diese Bewertungsparameter ab. Wir weisen darauf hin, dass die Sensitivitätsberechnungen des Bewertungsgutachters keinen höheren Marktwert des Eigenkapitals ergeben haben.[169]

[168] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 146.
[169] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 150.

512. Der Bewertungsgutachter hat aus den abgeleiteten, zu diskontierenden finanziellen Überschüssen sowie dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen den Ertragswert der VTG AG zum 22. September 2021 wie folgt errechnet:[170]

Ertragswert nach persönlichen Steuern - VTG AG		Planung			Strat. Fortschr.		TV
Mio. EUR		2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse		-	31,0	24,1	79,1	89,9	134,1
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern und vor Wachstumsabschlag		4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,90%
Wachstumsabschlag nach persönlichen Steuern		-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern und nach Wachstumsabschlag		4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,03%
Barwertfaktor		1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	19,6
Barwert des finanziellen Überschusses nach persönlichen Steuern		-	28,2	20,9	65,6	71,1	2.628,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.813,8						
Aufzinsungsfaktor	1,04						
Ertragswert zum 22. September 2021	2.914,2						

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme Value Trust

Tabelle 29: Ertragswert der VTG AG

513. Wir haben die Ertragswertermittlung rechnerisch nachvollzogen und sachlich überprüft und kommen ausgehend von den im Bewertungsmodell enthaltenen ungerundeten Werten zu keinem höheren Ertragswert für die VTG AG.

vi. Auf Minderheitsgesellschafter entfallender Anteil am Ertragswert

514. Den auf die Minderheiten entfallenden Anteil am Ertragswert in Höhe von EUR 0,3 Mio. hat der Bewertungsgutachter vereinfachend in Höhe des Buchwerts des Eigenkapitals angesetzt und vom Ertragswert abgezogen. Durch den Wertansatz in Höhe des Buchwerts wird der Verkehrswert des auf Minderheitsgesellschafter entfallenden Anteils vereinfachend geschätzt.

515. Das Vorgehen ist vertretbar und anlassbezogen geeignet.

vii. Sonderwerte

516. Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts durch den Bewertungsgutachter Sonderwerte in Höhe von EUR 102,4 Mio. berücksichtigt.

517. Die Sonderwerte betreffen das Nordamerika-Geschäft, die nicht konsolidierten Beteiligungen der VTG AG, das stillgelegte Reparaturwerk in Libercourt/Frankreich sowie die potentiellen Akquisitionen von zwei Gesellschaften.

518. Der Bewertungsgutachter hat den Wert für das Nordamerika-Geschäft auf Basis von unverbindlichen Kaufpreisindikationen, die die VTG AG im Rahmen des laufenden Veräußerungsprozesses von potentiellen Erwerbern erhalten hat, (sogenannte „non binding offer“) angesetzt. Eine durch den Bewertungsgutachter erfolgte überschlägige Ermittlung des DCF-Werts führte zu einem niedrigeren Wertbeitrag des Nordamerika-Geschäfts. Die indikativen Angebote sehen einen Erwerb, im We-

[170] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 148.

sentlichen der Waggonflotte, in Form eines sogenannten Asset Deals vor. Die verbleibenden Gesellschaften werden von der VTG AG nicht weiter benötigt und wären im Falle des Verkaufs der Vermögenswerte von der VTG AG zu liquidieren. Der Bewertungsgutachter hat die Kosten für die Liquidation der verbleibenden Gesellschaften in der Wertermittlung in plausibler Höhe berücksichtigt.

519. Zudem hat der Bewertungsgutachter den potentiellen Erwerb eines osteuropäischen Schienenlogistikanbieters berücksichtigt. Der Wertermittlung erfolgte durch den Bewertungsgutachter auf Basis einer indikativen Wertermittlung unter Berücksichtigung der von der VTG AG erwarteten Synergien.

520. Für eine zweite Akquisition in Österreich erfolgte die Wertermittlung auf Basis der Kaufpreisindikation der VTG AG und einem vom Bewertungsgutachter überschlägig ermittelten Unternehmenswert.

521. Der Wertansatz für die nicht konsolidierten Beteiligungen der VTG, VTG Nakliyat Lojistik Kiralama Limited Sirketi, VTG Missionline Tanktainer do Brasil Ltda, VTG Tanktainer Asia Pte Ltd., VTG Tanktainer Finland Oy,VTG Tanktainer North America, Inc.,AWILOG Transport GmbH, Kombi-Verkehr GmbH & Co. KG, Segur SARL, SIMAD Societe Immobiliere de la Madeleine und Steeltrack S.A. erfolgte anhand des impliziten Preis-Buchwert Multiplikators der VTG AG.

522. Das stillgelegte Reparaturwerk in Libercourt in Frankreich wurde ebenfalls anhand des impliziten Preis-Buchwert Multiplikators der VTG AG ermittelt.

523. Wir haben die zugrunde liegenden Bewertungsparameter anhand eigener Recherchen überprüft und die Wertermittlungen nachvollzogen. Die Sonderwerte wurden den Wertbeitrag berücksichtigend in vertretbarer Weise ermittelt.

524. Die Ausschüttung der Verkaufserlöse und damit die Auskehrung der Sonderwerte an die Anteilseigner könnte dazu führen, dass die Einnahmen von den Anteilseignern in Höhe des persönlichen Steuersatzes zu versteuern sind. Der Bewertungsgutachter hat für die Ermittlung der Sonderwerte auf den Abzug persönlicher Steuern verzichtet. Die Berücksichtigung von persönlichen Steuern hätte zu einem niedrigeren Sonderwert geführt.

525. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass die Sonderwerte vom Bewertungsgutachter in angemessener Höhe in die Ermittlung des Unternehmenswerts der VTG AG eingeflossen sind.

526. Auf Grundlage der erhaltenen Unterlagen sowie der erteilten Auskünfte haben wir keine Erkenntnisse über darüberhinausgehendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte gewonnen.

viii. Unternehmenswert und Wert je Aktie

527. Der Bewertungsgutachter hat unter Berücksichtigung des Ertragswerts der VTG AG und des auf Minderheitsgesellschafter entfallenden Anteils am Ertragswert sowie der Sonderwerte den Unternehmenswert[171] für die VTG AG sowie den Wert je Aktie jeweils zum 22. September 2021 wie folgt ermittelt:[172]

Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern - VTG AG Mio. EUR	
Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.813,8
Aufzinsungsfaktor	1,04
Ertragswert zum 22. September 2021	2.914,2
Minderheiten	(0,3)
Sonderwert	102,4
Wert des Eigenkapitals zum 22. September 2021	3.016,3
Anzahl der Aktien (in Mio.)	34,2
Wert je Aktie (in EUR)	88,11

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme Value Trust

Tabelle 30: Unternehmenswert und Wert je Aktie

528. Der vom Bewertungsgutachter sachgerecht ermittelte Unternehmenswert der VTG AG zum 22. September 2021 beträgt EUR 3.016,3 Mio. Basierend auf der Anzahl der Aktien der VTG AG, die sich auf 34.233.591 beläuft, hat der Bewertungsgutachter den Wert je Aktie in Höhe von EUR 88,11 ermittelt.

ix. Liquidationswert

529. Der Bewertungsgutachter hat aufgrund des positiven Marktwert-/Buchwertverhältnisses keinen Liquidationswert ermittelt. Zudem liege die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) im Planungszeitraum und in der ewigen Rente stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten und den Gesamtkapitalkosten, so dass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.

530. Es ist daher sachgerecht, für die Festlegung der Barabfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

x. Vergleichende Marktbewertung

531. Zur Plausibilisierung der Ertragswertermittlung hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren durchgeführt. Gemäß IDW S1 können solche

[171] Vom Bewertungsgutachter sowie in nachstehender Tabelle als „Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern“ bezeichnet.

[172] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 150.

vereinfachte Preisfindungen einen Anhaltspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen bieten. Sie können jedoch nicht an die Stelle einer fundamentalen Unternehmensbewertung treten.

532. Multiplikatoren können dabei aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Unternehmenskäufen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Da die Höhe der aus Unternehmenskäufen abgeleiteten Transaktionsmultiplikatoren, welche auf tatsächlich gezahlten Preisen für Vergleichsunternehmen basieren, üblicherweise in bedeutendem Umfang von der subjektiven Interessenlage und den Handlungsoptionen der Verhandlungspartner abhängt, ist deren Aussagekraft für die Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte grundsätzlich eingeschränkt. Sie können beispielsweise in erheblichem Maße durch erwartete Synergieeffekte, Kontrollprämien und andere subjektive Erwartungen beeinflusst sein. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig eingeschränkter.

533. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswerts eingehen, basieren Börsenmultiplikatoren in der Regel jeweils auf einer realisierten bzw. prognostizierten Umsatz- oder Ergebnisgröße eines in der Gegenwart oder in der nahen Zukunft liegenden Basisjahrs.

534. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das spezifische Risiko prägen die Höhe des Multiplikators. Bereits dies setzt für ein zutreffendes Bewertungsergebnis mittels Multiplikatorverfahren ein äußerst hohes Maß an Vergleichbarkeit mit den Peer Group Unternehmen voraus. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.

535. Unter bestimmten Prämissen können investitionstheoretische Bewertungsverfahren und Multiplikatoren ineinander überführt werden. Dabei wird deutlich, dass Unternehmen insbesondere hinsichtlich ihrer Kapitalrenditen, Wachstumserwartungen und Risiken vergleichbar sein müssen, um ein aussagekräftiges Bewertungsergebnis zu erzielen. Zudem dürfen die verwendeten Erfolgsgrößen keine signifikanten Rechnungslegungsunterschiede aufweisen.

536. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung können Umsatzmultiplikatoren, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sowie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) als Referenzgrößen zum Einsatz kommen.

537. Der Bewertungsgutachter hat die Bewertung der VTG AG unter Zugrundelegung von Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren sowohl anhand von Börsenmultiplikatoren als auch von Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt.

Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren:

538. Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmensgesamtwert der Vergleichsunternehmen, der zur Berechnung der Multiplikatoren erforderlich ist, auf Basis der Börsenkapitalisierung zuzüglich des verzinslichen Fremdkapitals ermittelt.

539. Als Grundlage für die Ableitung der Börsenmultiplikatoren hat der Bewertungsgutachter für das Jahr 2021 auf LTM-Umsatzerlöse sowie LTM-EBITDA (LTM: der letzten zwölf Monate) sowie für das Jahr 2021 auf Schätzungen der Ergebnisse von Analysten (Konsens-Schätzungen) für die Vergleichsunternehmen zurückgegriffen.

540. Für Zwecke der vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren wurden die als Peer Group identifizierten Unternehmen einschließlich der Aves One AG sowie der Touax SCA herangezogen. Das Vorgehen ist sachgerecht.

541. Die Bandbreiten der Umsatz- bzw. EBITDA-Multiplikatoren hat der Bewertungsgutachter anhand von regressionsbasierten Multiplikatoren[173] sowie anhand des durchschnittlichen Multiplikators auf Basis der letzten zwölf Monate (LTM) und des Jahres 2021 bestimmt.[174]

542. Die auf Basis der Multiplikatoren ermittelten Bandbreite des Unternehmensgesamtwert hat der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung der verzinslichen Verbindlichkeiten, dem Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen sowie den Minderheiten und der ermittelten Sonderwerte sowie unter Berücksichtigung einer werterhöhenden Kontrollprämie in Höhe von 10,0 % in eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals überführt.[175]

543. Der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert von EUR 3.016,3 Mio. bzw. EUR 88,11 je Aktie liegt oberhalb der auf Basis der Multiplikatoren ermittelten Bandbreiten.

544. Wir haben für die Vergleichsunternehmen, die wir auch in unserer Analyse zum Betafaktor[176] einbezogen haben, Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren auf Grundlage des Unternehmensgesamtwerts sowie aktuellen Analystenschätzungen zum Umsatz und EBITDA für die Jahre 2020 bis 2022 ermittelt.

545. Übertragen auf die Erfolgsgrößen des gleichen Basisjahres der VTG AG abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten und der Minderheiten zuzüglich der Sonderwerte ergibt sich im Median für die VTG AG ein Wert des Eigenkapitals in einer Bandbreite von rd. EUR 1.557,2 Mio. bzw. EUR 45,49 je

[173] Durch Regressionsanalysen hat der Bewertungsgutachter (1) einen positiven Zusammenhang zwischen EBITDA-Margen und Umsatzmultiplikatoren sowie (2) zwischen EBITDA-Margen und EBITDA-Multiplikatoren aufgezeigt. Die regressionsbasierten Multiplikatoren wurden unter Einbezug der Finanzdaten der VTG AG sowie der Erkenntnisse aus der Regressionsanalyse bestimmt.

[174] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 152 ff.

[175] Vgl. Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust, S. 156.

[176] Vgl. Tz. 166.

Aktie bis rd. EUR 2.044,1 Mio. bzw. EUR 59,71 je Aktie. Die Bandbreite liegt damit deutlich unterhalb des vom Bewertungsgutachter auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert von EUR 3.016,3 Mio. bzw. EUR 88,11 je Aktie.

Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren:

546. Zudem hat der Bewertungsgutachter auch Multiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf die VTG AG übertragen. Die Aussagekraft dieser Transaktionsmultiplikatoren für die Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte ist grundsätzlich eingeschränkt.[177] Auch unter Berücksichtigung von Transaktionsmultiplikatoren bestimmt der Bewertungsgutachter eine Bandbreite für den Unternehmenswert, die unterhalb des auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswertes liegt.

547. Zusammenfassend ist festzustellen, dass sowohl die vom Bewertungsgutachter als auch die von uns zur Plausibilisierung herangezogenen Unternehmenswerte mittels Multiplikatorverfahren keine Anhaltspunkte dafür geben, dass der vom Bewertungsgutachter anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert nicht sachgerecht wäre.

c. Börsenkurs

548. Die Aktien der VTG AG waren vom 28. Juni 2007 bis 8. April 2019 im Regulären Markt börsennotiert und wurden unter der ISIN DE000VTG9999 an den Börsenplätzen Xetra, Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart gehandelt.

549. Mit Ablauf des 8. April 2019 wurde der Handel der Aktien am Regulierten Markt eingestellt. Trotz Delisting werden die Aktien der Gesellschaft bis heute, ohne Veranlassung oder Zustimmung durch die Gesellschaft, im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

550. Am 12. April 2021 wurde durch Warwick in einer Pressemitteilung bekannt gegeben, dass mit der Joachim Herz Stiftung eine Gesellschaftervereinbarung in Bezug auf die VTG AG geschlossen wurde und dass Warwick beabsichtigt, einen Squeeze-Out in der zweiten Jahreshälfte 2021 durchzuführen. Am 8. Juni 2021 übermittelte die Warwick der VTG AG das förmliche Verlangen, das Verfahren zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft (Minderheitsaktionäre) nach den §§ 327a ff. AktG auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen.

551. Nach dem 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 einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

552. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Frankfurt am Main, hat mit Schreiben vom 19. April 2021 mitgeteilt, dass nach § 31 Abs. 1,7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebotsVO für

[177] Vgl. Tz. 532.

den Stichtag kein gültiger Mindestpreis (§ 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO) für die Aktie der VTG AG ermittelt werden kann. Dies begründet die BaFin damit, dass in die Berechnung nur Geschäfte eingehen, die in den fraglichen Aktien an allen Börsen in Deutschland im Regulierten Markt (inländische organisierte Märkte) getätigt wurden und dies bei der VTG AG nicht der Fall sei, da die Aktien nur im Freiverkehr der Börse Hamburg notiert sind.[178]

553. Wir haben den gewichteten Durchschnittskurs zum Tag vor dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme am 12. April 2021 eigenständig analysiert.

554. Ob eine Freiverkehrsnotierung als Wertuntergrenze für die Bemessung der Abfindung relevant ist, wurde in der jüngeren Rechtsprechung bejaht.[179] Dies gilt zumindest dann, wenn keine konkreten Anhaltspunkte gegeben sind, dass öffentlich zugängliche Informationen über das betreffende Unternehmen im relevanten Zeitraum nicht oder nur unzureichend in den Börsenkurs eingeflossen sind.

Marktenge

555. Wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit der betreffenden Aktie stattgefunden hat und aufgrund einer bestehenden Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist, kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Beschluss vom 27. April 1999 festgehalten, dass eine kursverzerrende Marktenge schon dann vorliegen kann, wenn 95 % der Aktien unverkäuflich sind. Dies ist insoweit einschlägig, da der Hauptaktionär und die Joachim Herz Stiftung über mehr als 95 % der Aktien der Gesellschaft verfügen und insofern der Anteil der im Handel frei verfügbaren Aktien unter 5 % liegt. Aktuell verfügt der Hauptaktionär nach Abschluss einer Gesellschaftervereinbarung mit der Joachim Herz Stiftung über rd. 96,41 % der Aktien der VTG AG.

556. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge lediglich durch § 5 WpÜG-AngVO, auf den der BGH in der Begründung seines Beschlusses vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 ebenfalls verweist. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO ist ein Börsenkurs dann nicht maßgeblich für die Bestimmung der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten, wenn im heranzuziehenden Dreimonatszeitraum „an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden (sind) und … mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab(weichen)."

557. Für den Dreimonatszeitraum vor Bekanntwerden der Strukturmaßnahme am 12. April 2021 haben wir unter Rückgriff auf die Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs für die ausschließlich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelten Aktien der VTG AG mit EUR 44,92 ermittelt.

---

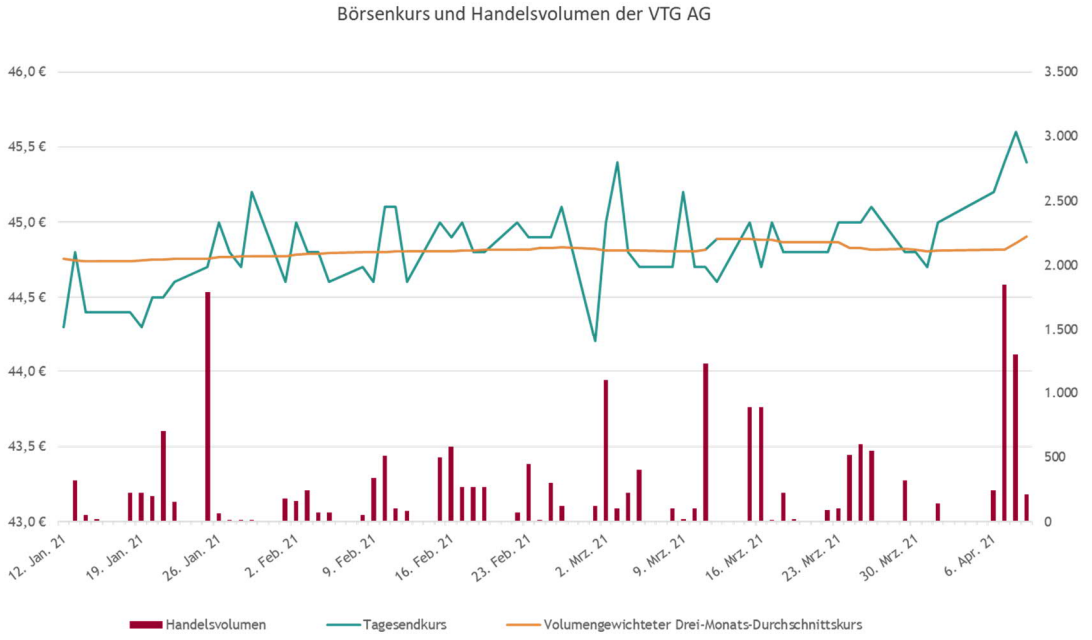
[178] Vgl. Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistung vom 19. April 2021, Der Stichtag wird von der BaFin nicht explizit genannt, es handelt sich aber um den Stichtag an dem der Dreimonatszeitraum vor Ankündigung des Squeeze-Outs am 12. April 2021 endet.

[179] Vgl. OLG Düsseldorf Beschluss v. 11. Mai 2015, Akz. 26 W 2/13.

558. Im Referenzzeitraum vom 12. Januar 2021 bis zum 11. April 2021 mit 62 möglichen Handelstagen wurden die Aktien an 60 Tagen gehandelt. Das durchschnittliche Handelsvolumen betrug 657 Aktien. Über diesen Zeitraum bewegte sich der Börsenschlusskurs der Aktie der VTG AG in einer Bandbreite von EUR 44,20 bis EUR 45,60.

559. An keinem der Handelstage der Aktie der VTG AG sind Kurssprünge von 5 % oder größer beobachtbar.

560. Der Verlauf des Börsenkurses und das Handelsvolumen der VTG AG Aktie stellt sich über die dreimonatige Referenzperiode zum Tag des Bekanntwerdens der Strukturmaßnahme am 12. April 2021 wie folgt dar:



Quelle: S&P Capital IQ, BDO Analyse

Abbildung 32: Börsenkurs und Handelsvolumen der VTG AG

561. Es liegen uns keine Erkenntnisse vor, welche auf eine Verzerrung des Aktienkurses der Gesellschaft, aufgrund der zu beobachtenden Kurssprünge hindeuten. Gleichwohl liegt der von uns ermittelte umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs in Höhe von EUR 44,92 je Aktie unterhalb des anhand des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerts je Aktie und ist daher im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung nicht maßgeblich.

d. Ableitung der Barabfindung

562. Die Warwick hat die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien an der Gesellschaft angeboten wird, auf EUR 88,11 je Aktie festgelegt.

563. Der durch den Bewertungsgutachter aus dem Ertragswert unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern, der Sonderwerte und der Minderheitsanteile entsprechend der Anforderungen des IDW S1 abgeleitete Unternehmenswert der VTG AG auf den 22. September 2021 beträgt EUR 3.016,3 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von EUR 88,11 je Aktie.

564. Der Bewertungsgutachter hat darüber hinaus den Wert des Eigenkapitals der VTG AG unter Berücksichtigung abweichender Bewertungsparameter anhand des Ertragswertverfahrens sowie des Discounted-Cash-Flow-Verfahrens sowohl mit als auch ohne Einbezug persönlicher Steuern ermittelt. Die hieraus bestimmbaren Barabfindungen liegen in einer Größenordnung von EUR 83,26 bis EUR 88,11. Wir haben die Sensitivitätsberechnungen im Rahmen der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung zur Kenntnis genommen. Auch hieraus ergeben sich keine Anhaltspunkte, dass die Barabfindung vom Hauptaktionär in Höhe von EUR 88,11 zu niedrig festgelegt wurde.

565. Der rechnerische durchschnittliche Börsenkurs für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, dem 12. April 2021, beträgt EUR 44,92 je Aktie und liegt damit unterhalb des ermittelten Unternehmenswert je Aktie.

566. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der Warwick festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je Aktie angemessen ist.

e. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

567. Gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Ermittlung der Bewertung aufgetreten sind.

568. Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der VTG AG aufgetreten sind.

IV. ABSCHLIEßENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

570. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main als Hauptaktionär festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg geprüft.

571. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

572. „Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von dem Hauptaktionär festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg in Höhe von EUR 88,11 je Aktie angemessen."

Frankfurt am Main, 20. Juli 2021
BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Hartmut Paulus
Wirtschaftsprüfer

Thomas Kühl
Wirtschaftsprüfer

BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL
HAMBURG
Zweigniederlassung Frankfurt

Anlagen

1. Besondere Auftragsbedingungen
2. Allgemeine Auftragsbedingungen
3. Beschluss des Landgericht Hamburg vom 30. April 2021

Anlage 1 – Besondere Auftragsbedingungen

BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
- Besondere Auftragsbedingungen -

1. Allgemeines

(a) Wir erbringen unsere Leistungen auf Basis (i) des Auftragsschreibens und etwaiger, dem Auftragsschreiben beigefügter spezifischer Anlagen (insbesondere etwaiger Leistungsbeschreibungen, Widerrufsbeleherungen für Verbraucher und Portalnutzungsbedingungen) (ii) dieser Besonderen Auftragsbedingungen (BAB) und (iii) der Allgemeinen Auftragsbedingungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (AAB) (zusammen nachfolgend **„Mandatsvereinbarung"**). Dies gilt auch für den Teil der Leistungen, der ggf. schon vor dem rechtswirksamen Abschluss der Mandatsvereinbarung erbracht wurde. Abweichende oder widersprechende Geschäftsbedingungen gelten nur, wenn sie von uns ausdrücklich schriftlich anerkannt wurden. Die Regelungen unseres Auftragsschreibens, die BAB und AAB gelten auch dann, wenn wir einer Beauftragung unter Zugrundelegung abweichender Geschäftsbedingungen (z.B. im Rahmen von Bestellscheinen) nicht ausdrücklich widersprechen.

(b) Sofern nichts anderes vereinbart ist, finden die BAB und AAB auch dann Anwendung, wenn wir über die im Auftragsschreiben oder in etwaigen Anlagen vereinbarten Leistungen hinaus für Sie tätig werden.

2. Vergütung, Fälligkeit

(a) Unsere Rechnungen, inkl. etwaiger Abschlags- und Vorschussrechnungen, werden in Euro erstellt und sind sofort fällig. Die von etwaigen Subunternehmern erbrachten Leistungen stellen wir Ihnen als eigene Auslagen in Rechnung.

(b) Für die Anforderung von Vorschüssen gilt Nummer 13 (1) Satz 2 AAB. Im Übrigen sind wir berechtigt, jederzeit angemessene Abschläge auf Honorare oder Gebühren und Auslagen sowie Nebenkosten in Rechnung zu stellen.

(c) Angaben zum voraussichtlich anfallenden Honorar verstehen sich grundsätzlich als Honorarschätzung, sofern nicht ausdrücklich ein Pauschalhonorar vereinbart ist. Ein Pauschalhonorar darf überschritten werden, wenn durch den Eintritt unvorhersehbarer Umstände, die nicht in unserem Verantwortungsbereich liegen, ein nicht nur unerheblicher Mehraufwand entsteht.

(d) Endet unsere Leistungserbringung vorzeitig, sind wir berechtigt, den bis dahin entstandenen Zeitaufwand abzurechnen, sofern die Beendigung der Mandatsvereinbarung nicht durch ein pflichtwidriges Verhalten unsererseits verschuldet wurde. Auch im letzteren Fall kann aber der bisherige Zeitaufwand abgerechnet werden, sofern und soweit die erbrachte Leistung trotz der vorzeitigen Vertragsbeendigung verwertbar ist.

(e) Die StBVV findet nur Anwendung, sofern und soweit dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist. Sofern Sie uns nach Abschluss der Mandatsvereinbarung mit weiteren, über das Auftragsschreiben hinausgehenden Leistungen beauftragen, werden diese entweder gemäß gesonderter Vereinbarung oder, in Ermangelung einer gesonderten Vereinbarung, mit den in unserem Hause für die jeweilige Leistung üblichen Stundensätzen abgerechnet, die wir Ihnen auf Wunsch gerne mitteilen.

(f) Sofern wir (ggf. auch erst nach der Leistungserbringung) gebeten oder verpflichtet werden, Informationen im Zusammenhang mit unserer Leistungserbringung einem Gericht, Sach- oder Insolvenzverwalter, einer Behörde, Regulierungs- und Aufsichtsstellen (WPK, PCAOB, DPR) oder anderen Dritten zur Verfügung zu stellen (dies schließt Vernehmungen unserer Mitarbeiter als Zeugen ein), dürfen wir den in diesem Zusammenhang entstehenden Zeitaufwand in Rechnung stellen. Wir werden für diese Tätigkeiten die mit Ihnen in der Mandatsvereinbarung geregelten Stundensätze in Ansatz bringen.

3. Haftungsbeschränkung

(a) Soweit in dieser Nummer 3 BAB nichts anderes bestimmt ist, bemisst sich unsere Haftung nach Maßgabe der Nummer 9 der AAB. Abweichend von Nummer 9 (2) und (5) der AAB tritt allerdings an die Stelle der dort genannten Haftungshöchstbeträge einheitlich ein Betrag von € 5 Mio. Nummer 9 (1) der AAB bleibt stets unberührt.

(b) Sofern Sie der Auffassung sind, dass das unserer Leistungserbringung innewohnende Risiko den Betrag von € 5 Mio. nicht nur unerheblich übersteigt, sind wir bereit, mit Ihnen und unserem Haftpflichtversicherer die Möglichkeit und die Kosten einer Erhöhung unserer Haftungsgrenze zu erörtern. Kommt es in diesem Zusammenhang zu einem gesonderten Prämienaufwand, so ist dieser von Ihnen zu tragen.

(c) Wir haften entgegen Nummer 9 (2) AAB und 3 (a) BAB nur dann betragsmäßig unbegrenzt, sofern dies (i) ausdrücklich schriftlich vereinbart oder (ii) nach US-amerikanischen Unabhängigkeitsregelungen zwingend erforderlich ist.

4. Unsere Arbeitsergebnisse

Arbeitsergebnisse die schriftlich darzustellen und zu unterzeichnen sind, sind nur verbindlich, wenn sie von zwei Mitarbeiter/innen original unterzeichnet wurden bzw. in E-Mails zwei Mitarbeiter/innen als Unterzeichner benannt sind. Sofern nichts anderes vereinbart wird und keine gesetzlichen oder berufsständischen Regelungen entgegenstehen, sind wir auch berechtigt, unsere Arbeitsergebnisse ausschließlich (i) als PDF und/oder (ii) per E-Mail und/oder (iii) mit qualifiziert elektronischer Signatur auszuliefern.

5. Weitergabe unserer Arbeitsergebnisse, Nutzungsrechte

(a) Unsere Arbeitsergebnisse dienen einzig dem vertraglich vereinbarten Zweck, sind daher ausschließlich an Sie gerichtet und dürfen zu keinem anderen Zweck verwendet werden. Für die Weitergabe unserer beruflichen Äußerungen an Dritte oder deren Verwendung zu Werbezwecken gilt Nummer 6 der AAB.

(b) Eine schriftliche Zustimmung zur Weitergabe unserer beruflichen Äußerungen an Dritte erfolgt regelmäßig nur unter der Bedingung der vorherigen Unterzeichnung einer berufsüblichen Weitergabevereinbarung (*Hold Harmless Release Letter)* durch den oder die Dritten, sofern nichts anderes schriftlich vereinbart wird. Eine Weitergabe unserer Arbeitsergebnisse darf stets nur in vollem Wortlaut inkl. aller Anlagen erfolgen. § 334 BGB bleibt von einer Weitergabe unberührt.

(c) Sie sind verpflichtet, uns von allen Schäden freizuhalten, die aus einer Nichtbeachtung der vorstehenden Regelungen gemäß Nummer 5 (a) und/oder (b) entstehen.

(d) Wir räumen Ihnen Nutzungsrechte an den von uns erstellten Arbeitsergebnissen nur insoweit ein, als dies angesichts des Zwecks der jeweiligen Mandatsvereinbarung erforderlich ist.

6. Grundlagen unserer Zusammenarbeit

(a) Der zur Erbringung unserer Leistungen anfallende und unserer Honorarkalkulation zugrunde liegende Zeitaufwand hängt maßgeblich davon ab, ob die Voraussetzungen gemäß Nummer 3 (1) der AAB vorliegen.

(b) Sofern sich aus dem Auftragsschreiben, uns bindenden gesetzlichen Regelungen oder sonstigen Vorschriften sowie einschlägigen Standards nichts anderes ergibt, sind wir nicht verpflichtet, die uns zur Verfügung gestellten Informationen auf inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit zu überprüfen.

7. Besondere Vorschrift für die Steuerberatung

(a) Sie beauftragen und bevollmächtigen uns, die für Sie erstellten Angaben, die für eine elektronische Übermittlung an die Finanzbehörden vorgesehen und jeweils freigegeben sind, in Ihrem Namen unmittelbar über die DATEV eG bei der zuständigen Stelle der Finanzverwaltung elektronisch einzureichen. Auftrag und Bevollmächtigung gelten ab sofort und sind jederzeit widerruflich. Der Widerruf bedarf mindestens der Textform.

(b) Die Übersendung fristbehafteter Schriftstücke verpflichtet uns nur dann zur Einleitung fristwahrender Maßnahmen, wenn uns diese per Post oder per Fax übermittelt werden.

8. Elektronische Kommunikation und Virenschutz

Für die elektronische Kommunikation gilt Nummer 12 der AAB. Ihnen ist darüber hinaus bekannt, dass Daten, die über das Internet versendet werden, nicht zuverlässig gegen Zugriffe Dritter geschützt werden, verloren gehen, verzögert übermittelt oder mit Viren befallen sein können. Im Rahmen des gesetzlich Zulässigen übernehmen wir deshalb keine Verantwortung und Haftung für die Unversehrtheit von E-Mails, nachdem sie unseren Herrschaftsbereich verlassen haben, und für Ihnen oder Dritten hieraus entstehende Schäden. Dies gilt auch, sofern trotz der von uns verwendeten Virusschutzprogramme durch die Zusendung von E-Mails ein Virus in Ihre Systeme gelangt.

9. BDO Netzwerk, *Sole Recourse*

(a) Wir sind Mitglied von BDO International Limited, einer britischen Gesellschaft mit beschränkter Nachschusspflicht, und gehören zum internationalen BDO Netzwerk rechtlich voneinander unabhängiger Mitgliedsfirmen. BDO ist die Marke des BDO Netzwerks und der BDO Mitgliedsfirmen („BDO Firm"). Zur Auftragsdurchführung dürfen wir andere BDO Firms als Subunternehmer einschalten. Zu diesem Zweck entbinden Sie uns bereits jetzt diesen gegenüber von unserer Verschwiegenheitspflicht.

© BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 1. März 2021

(b) Sie erkennen an, dass wir in diesen Fällen die alleinige Verantwortung auch für die Leistungen unserer BDO Firms übernehmen. Demgemäß werden Sie gegen eine BDO Firm, die wir als Subunternehmer eingeschaltet haben (einschließlich der BDO International Limited und der Brussels Worldwide Services BVBA), keine Ansprüche jedweder Art geltend machen. Dies gilt nicht für Ansprüche, die sich auf strafbares und/oder vorsätzliches Handeln beziehen, sowie auf etwaige weitere Ansprüche, die nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland nicht ausgeschlossen werden können.

(c) Die nach der Mandatsvereinbarung zur Anwendung kommenden Regelungen zur Haftung und insbesondere die Haftungsbeschränkung gelten auch zugunsten der BDO Firm, die wir als Subunternehmer einschalten. Diese können sich unmittelbar auf die Regelungen in vorstehender Nummer 9 (b) BAB berufen.

10. BDO Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH (BDO Legal), BDO Konzern

(a) Sofern Sie im Zusammenhang mit unseren Leistungen auch die BDO Legal oder andere Gesellschaften des BDO Konzerns beauftragen, entbinden Sie uns diesen ggü. bereits jetzt bzgl. aller auftragsrelevanten Informationen von der Verschwiegenheitspflicht, um eine möglichst reibungslose und effiziente Leistungserbringung zu ermöglichen.

(b) Wir sind von der BDO Legal und anderen Gesellschaften des BDO Konzerns rechtlich unabhängig. Entsprechend übernehmen wir weder Verantwortung für deren Handlungen oder Unterlassungen, noch begründen wir mit diesen eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder haften mit diesen gesamtschuldnerisch.

11. Geldwäschegesetz, Sanktionen

Wir sind nach den Bestimmungen des Gesetzes über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten (GwG) u.a. verpflichtet, in Bezug auf unsere Vertragspartner Identifizierungshandlungen durchzuführen. Sie sind daher verpflichtet, uns alle nach dem GwG mitzuteilenden Informationen und Nachweise vollständig und wahrheitsgemäß zukommen zu lassen und diese im weiteren Verlauf der Geschäftsbeziehung unaufgefordert zu aktualisieren. Auf unsere Verpflichtungen zur Beendigung von Geschäftsbeziehungen gemäß der einschlägigen Regelungen des GwG weisen wir ausdrücklich hin. Ferner weisen wir darauf hin, dass wir unsere Geschäftsbeziehungen u.a. auch im Hinblick auf einschlägige nationale bzw. internationale Sanktionen überprüfen. Wir behalten uns vor, die Geschäftsbeziehung durch fristlose Kündigung zu beenden, sofern wir im Rahmen der Sanktionsprüfungen feststellen, dass Sie und/oder etwaige Sie beherrschende Gesellschafter von einschlägigen Sanktionen betroffen sind.

12. Marketing

Soweit Sie uns schriftlich nicht anders anweisen und keine höchstpersönlichen Angelegenheiten oder Mandate von Verbrauchern i.S.d. § 13 BGB betroffen sind, gestatten Sie uns, den Auftragsinhalt zu Marketingzwecken bekannt zu machen. Die Gestattung erstreckt sich ausschließlich auf die sachliche Beschreibung des wesentlichen Auftragsinhalts und des Auftraggebers (z.B. Referenzlisten mit Firma und -logo sowie Score Cards).

13. Verjährung

(a) Für die Verjährung von Mängelbeseitigungsansprüchen gilt Nummer 7 (2) der AAB. Im Übrigen gelten für die Verjährung die nachfolgenden Absätze.

(b) Im Falle von einfacher Fahrlässigkeit, die nicht die Verletzung von Leben, Körper, Freiheit oder Gesundheit zum Gegenstand hat, beträgt die regelmäßige Verjährungsfrist für gegen uns gerichtete Ansprüche ein Jahr.

(c) Die Verjährungsfrist beginnt mit dem Schluss des Kalenderjahres, in dem der Anspruch entstanden ist und Sie von den anspruchsbegründenden Umständen und der Person des Schuldners Kenntnis erlangt haben oder ohne grobe Fahrlässigkeit hätten erlangen können. Ohne Rücksicht auf die Kenntnis oder grob fahrlässige Unkenntnis verjähren die Ansprüche nach Ablauf einer Frist von fünf Jahren ab ihrer Entstehung sowie ohne Rücksicht auf ihre Entstehung und die Kenntnis oder grob fahrlässige Unkenntnis in zehn Jahren von der Begehung der Handlung, der Pflichtverletzung oder dem sonstigen Schaden auslösenden Ereignis an. Maßgeblich ist die früher endende Frist.

(d) Im Übrigen verbleibt es bei den gesetzlichen Vorschriften.

14. Gerichtsstand, Formerfordernis, Salvatorische Klausel

(a) Sofern Sie Kaufmann, eine juristische Person des öffentlichen Rechts oder ein öffentlich rechtliches Sondervermögen sind oder keinen allgemeinen Gerichtsstand im Inland haben, ist Gerichtsstand für alle Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Mandatsvereinbarung nach unserer Wahl (i) Hamburg, (ii) das Gericht an dem Ort, an dem die streitgegenständlichen Arbeiten erbracht wurden, oder (iii) das Gericht, in dessen Zuständigkeitsbereich Sie Ihren Sitz oder Wohnort haben.

(b) Jede Änderung, Ergänzung oder Aufhebung der Mandatsvereinbarung bedarf mindestens der Textform. Dies gilt auch für eine Änderung, Ergänzung oder Aufhebung dieser Nummer 14 (b) BAB.

(c) Sollten eine oder mehrere Regelungen dieser Vereinbarung ganz oder teilweise nichtig oder undurchführbar sein, berührt dies nicht die Wirksamkeit der übrigen Bestimmungen. An die Stelle der nichtigen oder undurchführbaren Regelung tritt in dem Fall eine andere Regelung, die den gewünschten, von den Vertragsparteien angestrebten Zielen soweit als möglich entspricht. Dies gilt entsprechend im Falle einer Vertragslücke.

© BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 1. März 2021

Anlage 2 – Allgemeine Auftragsbedingungen

DokID: 91083 UC1UTP0

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

50261
09/2016

Lizenziert für/Licensed to: BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft I 4298982

DokID: 91083 UC1UTP0

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

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

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,

b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und

d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

Lizenziert für/Licensed to: BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft I 4298982

Anlage 3 – Beschluss des Landgericht Hamburg vom 30. April 2021

Landgericht Hamburg
Az.: 403 HKO 33/21

Beschluss

In der Sache

Warwick Holding GmbH,
vertreten durch die Geschäftsführer Petrus Hermanus van Kleef, Christian Krump
und Christoph Oppenauer, Thurn-und-Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt

- Antragstellerin -

Zustellungsbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Sullivan & Cromwell LLP**,
z.Hd. Dr. York Schnorbus,
Neue Mainzer Straße 52, 60311 Frankfurt am Main

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 3 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Böttcher am 30.04.2021:

1. Zur Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung anlässlich der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg (eingetragen in Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 98591) auf die Hauptaktionärin Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt a.M. (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt a.M. unter HRB 106298) wird bestellt:

   BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
   Hanauer Landstraße 115
   60314 Frankfurt am Main.

2. Die Kosten des Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

3. Der Geschäftswert wird auf € 50.000,00 festgesetzt.

Gründe:

Auf den Antrag der Antragstellerin ist gemäß §§ 327 c Abs. 2, 293 c Abs. 1 AktG ein sachverständiger Prüfer zu bestellen, der die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festzulegenden Barabfindung für die Minderheitsaktionäre prüft.

Wie die Antragstellerin mitgeteilt hat, hält sie aktuell Aktien der VTG AG im Umfang von 81,41 % des Grundkapitals. Ferner hat sie erklärt, mit der Joachim-Herz-Stiftung eine Gesellschaftervereinbarung geschlossen zu haben, wonach sie weitere 15 % der Aktien der VTG AG leihweise erwerben könne, so dass sie mit dem für den 03.06.2021 geplanten Vollzug der leihweisen Übertragung insgesamt 96,41 % der VTG-Aktien halten werde. Sie beabsichtige, sodann einen aktienrechtlichen Squeeze-Out nach § 327a ff. AktG durchzuführen.

Damit liegen die Voraussetzungen für die beantragte Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 327c AktG vor, auch wenn die Antragstellerin im Zeitpunkt der Antragstellung noch nicht über die in § 327a AktG erforderliche Kapitalbeteiligung von mindestens 95 % verfügt, sondern voraussichtlich erst in absehbarer Zeit darüber verfügen wird. Da nämlich der Hauptaktionär die Kosten der Abfindungsprüfung allein trägt, wird allein er belastet, falls die Mindestbeteiligung später doch nicht erreicht werden sollte und sich die Abfindungsprüfung damit als unnötig erweisen würde (vgl. Austmann in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 4. Aufl., § 75 Rn. 51).

Als sachverständigen Prüfer hat das Gericht die im Beschlusstenor genannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ausgewählt. Diese hat bestätigt, dass keine Bestellungshindernisse nach §§ 327c Abs. 2 und 293d AktG i.V.m. §§ 319, 319a, 319b HGB vorliegen.

Die Kostenentscheidung beruht auf § 22 GNotKG, die Höhe des festgesetzten Geschäftswerts auf § 36 GNotKG.

Böttcher
Vorsitzender Richter am Landgericht